



FACULDADE BAIANA DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

VERENNA MORENO CARDOSO LEITE

O PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS

Salvador
2016

VERENNA MORENO CARDOSO LEITE

**O PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Ruy Andrade

Salvador

2016

TERMO DE APROVAÇÃO

VERENNA MORENO CARDOSO LEITE

O PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em
Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Salvador, ____/____/ 2016

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus queridos pais, Marcos Vinício Cardoso Leite e Silvânia dos Santos Moreno Cardoso Leite por serem meus alicerces, por me concederem todo apoio, amor e carinho. Aos meus irmãos, Niágara, Natan e Antônio Vitor pelo apoio moral e companheirismo durante toda a minha vida.

Agradeço a Jonas, pelo seu amor, companheirismo, paciência e amizade nesse processo e noutros períodos de formação pessoal e acadêmico.

Aos meus amigos, pela presença em minha vida, tornando-a mais feliz.

Ao professor Ruy Andrade por toda ajuda na construção deste trabalho e pelo interesse e prazer em orientar-me. E ao professor José Neto por toda a ajuda e disponibilidade para analisar os aspectos do direito administrativo, essenciais ao meu trabalho.

A todos, muito obrigado.

“A persistência é o menor caminho do êxito”.

Charles Chaplin

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo estudar o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários, com base na Lei n. 6.385/76, que a instituiu. Com o objetivo de fortalecer sua autonomia e seu poder fiscalizador, o governo federal publicou a Medida Provisória n. 8/2001, que no ano seguinte foi convertida na Lei n. 10.411/2002, pela qual a CVM passa a ser considerada uma autarquia independente em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda. Tal alteração lhe atribuiu personalidade jurídica e patrimônio próprios, sendo dotada de autoridade administrativa, ausência de subordinação hierárquica, autonomia financeira e orçamentária, tendo os seus dirigentes mandatos fixos e estabilidade, nos termos do art. 5º da Lei n. 6.385/76. Esta comissão tem a finalidade de disciplinar, fiscalizar e promover a ampliação, o desenvolvimento e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, sob a direção do Conselho Monetário Nacional. Portanto, de modo a ocasionar cumprimento satisfatório do objetivo supra, antes de adentrar especialmente no tema principal, apresenta-se, no segundo capítulo as particularidades das agências reguladoras, que foram criadas inicialmente para fiscalizar e controlar a prestação de serviços públicos praticados pela iniciativa privada, explicitando sobre seu conceito, seu histórico e sua natureza jurídica. O terceiro capítulo explicita sobre a regulação do mercado de capitais, tratando das suas funções, objetivos e estrutura, logo depois trata-se sobre a Comissão de Valores Mobiliários. Ultrapassada esta essencial etapa, passa-se, então, para o quarto capítulo, onde estuda, de maneira mais aprofundada, o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários, discorrendo sobre seus limites e os princípios norteadores da Administração Pública, com base no *caput* do art. 37 da CRFB/88. Quanto à metodologia, a presente monografia pesquisa realizada por meio de revisão bibliográfica.

Palavras-chave: Comissão de Valores Mobiliários; agências reguladoras, poder normativo.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

art.	artigo
CC	Código Civil
CF/88	Constituição Federal da República
CPC	Código de Processo Civil
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
STF	Supremo Tribunal Federal

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 DAS AGÊNCIAS REGULADORAS	11
2.1 AS AGÊNCIAS REGULADORAS NO DIREITO NORTE-AMERICANO: MATRIZ DO MODELO BRASILEIRO	11
2.2 SURGIMENTO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS NO BRASIL	16
2.2.1 Contexto histórico brasileiro	17
2.3 NATUREZA JURÍDICA DAS AGÊNCIAS REGULADORAS	20
2.4 PODER NORMATIVO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS	27
3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	33
3.1 ESTRUTURA, FUNÇÃO E OBJETIVOS	35
3.1.1 Estrutura	36
3.1.2 Função	38
3.1.3 Objetivo	39
3.1.4 Necessidade de regulação do mercado de capitais	42
3.1.5 Surgimento da regulação no mercado de capitais no Brasil	47
3.2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	50
3.2.1 Natureza da Comissão de Valores Mobiliários como agência reguladora	54
3.2.2 Funções da Comissão de Valores Mobiliários	61
4 O PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	67
4.1 OS LIMITES AO PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	76
4.1.1 Limites legais	79

4.1.2 Princípios da Administração Pública	82
4.1.2.1 Princípio da legalidade	82
4.1.2.2 Princípio da impessoalidade	84
4.1.2.3 Princípio da moralidade	84
4.1.2.4 Princípio da publicidade	85
4.1.2.5 Princípio da eficiência	87
4.1.2.6 Princípio da proporcionalidade	87
5 CONCLUSÃO	90
REFERÊNCIAS	93

1 INTRODUÇÃO

A falta da interferência estatal na economia, particularidade essencial e fundamental do Estado liberalista, implicou na expansão das desigualdades sociais, na medida em que se assegurava à população unicamente os direitos básicos de subsistência, conhecidos como direitos fundamentais. Em contrapartida, a partir do momento em que o Estado passou a interferir diretamente na economia, abarcando para si a responsabilidade direta dos bens de produção, assim como, a exploração dos serviços públicos, ocorreu um engessamento no crescimento econômico, tendo em vista que este padrão de Estado delineado pelo filósofo Karl Heinrich Marx teve fortes características burocráticas, e, portanto, o Estado não conseguiria ser ágil e eficiente para participar do desenvolvimento social.

Por consequência, um novo e desafiador modelo de Estado ressurge, com o propósito de intervir diretamente nas atividades econômicas em benefício do crescimento, desenvolvimento e bem estar social qualificado como neoliberalismo. À vista disso, o Estado passou a idealizar mecanismos com o intuito de regulamentar os setores econômicos, fomentando a produção de bens e serviços públicos garantindo à sociedade um livre mercado sujeitos à normas específicas, ou seja, liberdade de comércio regulada. Nesse diapasão, surgem as agências reguladoras no Brasil, com o objetivo de intervir na economia estatal, sendo um regulador, fiscalizador e controlador dos setores delegados pelo Estado à iniciativa privada. A concepção das agências reguladoras no Brasil se deu com a fundação no ano de 1990 do Plano Nacional de Desestatização (PND), tendo como base a privatização de alguns setores econômicos, com o propósito de melhorar a qualidade dos serviços públicos anteriormente prestados diretamente pelo Estado, sendo ele mesmo o controlador e fiscalizador de todas as atividades.

Em contrapartida, a Carta Magna de 1988 prescreve sobre o princípio da livre iniciativa, projetando instruções para a regulamentação dos setores estratégicos suscetíveis de delegação, trazendo à baila a criação do órgão regulador para dois importantes setores econômicos do país, o de telecomunicações e o de petróleo, regulamentados pelos arts. 21, XI e 177, § 2º, III da CRFB/88, lastro constitucional do poder regulador do Estado.

Nesse ínterim, além dos serviços públicos, percebe-se a existência de outro setor estratégico, qual seja o mercado de capitais, tendo sido necessária a sua regulamentação, realizada por um órgão criado pela Lei nº. 6.385/76, intitulado de Comissão de Valores Mobiliários.

Portanto, o objetivo desta monografia é estudar o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários, tendo como problemas na busca por soluções, as seguintes perguntas: Qual o poder normativo da CVM? A Comissão de Valores Mobiliários tem natureza de agência reguladora?

A Comissão de Valores Mobiliários tem com o escopo assegurar a proteção ao bem jurídico de mercado de capitais, sendo assim, a Lei nº. 6.385/76 no art. 4º, inciso VI, certifica que a CVM buscará “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

A metodologia utilizada será através da revisão bibliográfica, usando como técnica de pesquisa livros, periódicos, artigos, documentos monográficos, bem como, em sites acadêmicos que sustentam esse tema, buscando uma fundamentação teórica consistente que auxilie no desenvolvimento da pesquisa para conclusão do tema em questão.

Destarte, a presente monografia é constituída de três capítulos, nos quais serão abordados aspectos e debates indispensáveis à obtenção das respostas buscadas.

O primeiro capítulo traz a abordagem das agências reguladoras, abordando o seu surgimento, histórico, natureza jurídica e o poder normativo, enquanto que o capítulo seguinte diz respeito à regulação do mercado de capitais, ocasião na qual serão analisadas algumas peculiaridades, estrutura, funções, necessidade de regulamentação, adentrando-se ao fim no estudo da Comissão de Valores Mobiliários, explorando as suas funções. Logo, destina-se o terceiro capítulo a explicar o poder normativo das Comissões de Valores, seus limites e os princípios da Administração Pública como limitadores do poder normativo. Busca-se alcançar e assinalar as conclusões alcançadas sobre o estudo do tema, apresentando respostas às problemáticas levantadas.

Por fim, este trabalho não tem o intuito de exaurir a matéria, mas sim, ser um ponto de partida para reflexões sobre o assunto e as suas problemáticas surgidas no decorrer do exercício da profissão, bem como da aplicabilidade do Direito.

2 DAS AGÊNCIAS REGULADORAS

As agências reguladoras têm a natureza de autarquias especiais, integralizam a Administração Pública Federal indireta e são subordinadas ao Ministério competente para velar as suas respectivas ações. (MEDAUAR, 2006, p. 76).

De acordo com o doutrinador Alexandre Santos de Aragão (2004, p. 275), as agências reguladoras são conceituadas como:

Autarquias sob regime especial, dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício de funções regulatórias e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Presidente da República, após prévia aprovação pelo Senado Federal, vedada a exoneração *ad nutum*.

Corroborando com esse entendimento, explica Marçal Justen Filho (2005, p. 466), que as agências reguladoras autônomas são autarquias especiais, submetidas ao regime jurídico que propicia sua autogovernança em face da Administração Pública direta e investida de capacidade para a regulação do setor em domínio.

2.1 AS AGÊNCIAS REGULADORAS NO DIREITO NORTE-AMERICANO: MATRIZ DO MODELO BRASILEIRO

As agências reguladoras surgiram no Direito americano a partir do começo da instituição de seu Estado, sendo assim, discutir a respeito desse tema é o mesmo que descrever sobre a evolução do Direito Administrativo norte-americano, uma vez que a competência administrativa e cultural administrativa cresceu em volta dos órgãos reguladores, pois contrariamente ao Brasil, o Estado norte-americano escassamente exerceu o papel de empresário, isto é, sem incursão direta em sua economia, sendo, portanto, indispensável o ajuste das atividades essenciais à sociedade que era tida como alvo da exploração pelos particulares. Assim sendo, descreve Conrado Hubner Mendes (2000, p. 119-120):

Nos Estados Unidos, ao contrário, as atividades econômicas sempre permaneceram em mãos de particulares. O que ocorreu, gradativamente foi a necessidade de regulação de atividades que se mostraram de especial interesse da coletividade, os chamados *business affected with a public interest* (negócio afetado pelo interesse público). Aos poucos, então, cada atividade foi adquirindo um regime próprio de regulação. Como o Direito Americano é casuístico, e não codificado, as agências foram criadas segundo as contingências econômicas e sociais.

À vista disso, as agências reguladoras sempre estiveram presentes no Estado norte-americano, ao tempo que no Brasil o instituto apenas despontou a partir dos anos 90 em virtude de uma modificação de paradigma de comportamento estatal frente ao mercado, visto que a sua intervenção passou de eminentemente empresária ou direta, para ser reguladora incumbindo aos particulares a eminente função de atuar no mercado.

Nesse diapasão, no ano de 1887, as agências reguladoras norte-americanas foram criando forma, e com isso, as fortes disputas foram apadrinhadas pelas empresas de transporte ferroviário que tinham como intuito buscar obter demasiadamente lucros, estabelecendo de forma totalmente discricionária as tarifas, por exemplo, entretanto, estas empresas se depararam com a oposição dos fazendeiros que pressionaram para que as tarifas e os preços da armazenagem dos cereais fossem controlados pelo Poder Legislativo através da representatividade das Assembleias Estaduais, imediatamente.

Logo, no mesmo ano foi fundada a ICC – *Interstate Commerce Commission* com o objetivo de regulamentar as disputas econômicas, sendo que, no ano de 1913, foi fundada a *Federal Reserve Board*, com a finalidade de atuar na regulamentação dos bancos e instituições financeiras, tendo posteriormente sido fundada a FTC - *Federal Trade Commission*, no ano de 1914, com o intuito de regulamentar as atividades empresariais e das corporações com a finalidade de evitar a formação de monopólios e estimular o desenvolvimento da competitividade, sendo outorgadas por lei, os chamados poderes quase-judiciais e os quase-legislativos, além de atribuições concernentes ao Poder Executivo. Entretanto, Alexandre Santos de Aragão (2005, p.232) elucida que dado o fato da concepção originária dos Estados Unidos e do sistema do *Common Law* praticamente ignorarem a função administrativa, a aplicação da nomenclatura quase-judicial e quase-legislativa está relacionada a nada mais do que à função processual e regulamentar da administração pública, assegurando que as funções das agências reguladoras são consideradas espécies da função administrativa *latu sensu*.

Consecutivamente, entre os anos de 1930 e 1945, os Estados Unidos, experimentavam o *New Deal*, plano difundido pelo então Presidente Roosevelt, marcado pela intervenção na economia. Sendo que, os resultados obtidos com esse plano foram positivos eis que em meados de 1940, já se verificou que houve o

aumento da renda dos trabalhadores, as indústrias voltaram a produzir em larga escala e conseqüentemente a exportação e a venda interna aumentaram. (DI PIETRO, 2009, p. 434). Mesmo assim, causou a disseminação das agências reguladoras, as quais ganhavam maior autonomia, o que por sua vez suscitou questionamentos acerca da legitimidade das decisões por elas proferidas.

Nesta conjuntura, a principal lei alusiva aos procedimentos administrativos foi publicada, com a finalidade de ofertar o máximo de homogeneidade e transparência ao processo regulatório, com isso, a fundação da *Administrative Procedural Act* se deu em princípios básicos e padrões mínimos para a produção e execução de normas. (ALMEIDA; XAVIER, 2012)

Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2010, p. 134) preleciona que mesmo existindo diversos tipos de agências no direito norte-americano, a classificação mais antiga sempre prevalecerá, pois as catalogam como: agências reguladoras (*regulatory agency*) detentoras de poderes normativos, com a finalidade de interferir ou não nas atividades econômicas, podendo restringir direitos individuais ou impor regras de como esses direitos serão exercidos e as não reguladoras (*non regulatory agency*) nesse tipo de agência acomodam-se as execuções de atividades diretamente ligadas ao bem-estar econômico e social dos cidadãos, que em regra, são aquelas não alienadas à iniciativa privada e que mesmo não possuindo poderes normativos, sujeitam-se às restrições impostas pela Lei de Procedimento Administrativo.

Esclarece-se, que as agências norte-americanas possuem uma função reguladora que somente poderá ser exercida com a anuência expressa do Poder Legislativo, corroborando, é importante salientar que as leis naquele país delimitam padrões, critérios de procedimentos, regras, preceitos, concepções ilimitadas, conceitos indeterminados, competindo às mesmas a incumbência de publicar normas reguladoras. Logo, as leis outorgam funções quase-legislativas, pois as agências editoram normas e quase-judiciais visto que solucionam determinados conflitos de interesses.

Nessa ótica, Cristina Barcelos (2008, p. 45) pontua que os poderes normalmente conferidos às agências americanas administrativas ditas como regulatórias de poderes abarcam genericamente três posições, as quais são:

- (a) poder de licença, isto é, poder que as agências têm para controlar o ingresso e exercício de certa atividade econômica, como, por exemplo, para operar em rotas aéreas, ou explorar transmissão de rádio e televisão etc.;
- (b) poder de fixar taxas e impostos (denominado *rate-making*) devido pelas pessoas – físicas e jurídicas – sujeitas à jurisdição das agências responsáveis, notadamente, pelo controle de serviços e transportadoras (como fazem exemplificativamente, a Federal Commerce Commission e a Civil Aeronautic Board);
- (c) poder sobre práticas comerciais, que se traduz na autoridade para aprovar ou proibir práticas empregadas em determinados negócios, como ocorre em relação a práticas de comércio ou de trabalho desleais, e a determinadas indústrias.

Nesta senda, um dos maiores sustentáculos da sistemática regulatória acolhida pelos Estados Unidos foi a “função normativa exercida pelas agências”, pois as mesmas possuem graus elevados de especializações em suas áreas de atuações e não se envolvem em questões relacionadas com a política, com isso, existe uma convicção de que as mesmas estão fora das influências políticas. Diante disso, é que as agências visavam a essa neutralidade, pois, por exemplo, os líderes usufruíam de autonomia em relação ao Presidente da República, por que eram beneficiados com a estabilidade em suas funções, não podendo perdê-las e nem barganhá-las por simples vontade deste. (DI PIETRO, 2010, p. 136).

Arianne Cal (2003, p. 73) preceitua que além do elevado nível de discricionariedade técnica, alguns atos que fossem praticados com lastro em conhecimento técnico não estavam subordinados ao controle judicial. Verificou-se que, com o progresso social as citadas agências não eram tão neutras e que não existia probabilidade de a discricionariedade técnica ser plena, de modo que não pudesse ser contraditada.

Logo, no ano de 1946 foi publicada a Lei de Procedimento Administrativo (*Administrative Procedural Act*), com a finalidade de ofertar uma maior confiança para os seus administrados, pois anteriormente à publicação da mencionada lei, cada agência ditava as suas próprias normas. Com o passar do tempo, o próprio Poder Judiciário norte-americano passou a inspecionar minuciosamente as decisões técnicas que precedentemente não eram questionadas.

O termo agência no direito norte-americano tem sentido extenso, e de acordo com a Lei de Procedimento Administrativo (*Administrative Procedural Act*) daquele país significa “autoridade do governo federal, distinta do legislativo”, destacando-se que na noção de agência não se incluem o Congresso, as cortes, o governo e outras autoridades excepcionadas. (CUÉLLAR, 2002, p. 156).

Num momento posterior, exatamente a partir da década de 60, as ações das agências passaram a ser influenciadas pelos agentes econômicos que deveriam ser regulados, ou seja, havia uma prefixação de conteúdo nas atividades regulatórias a eles direcionadas. Por tal motivo foi que a teoria da captura surgiu, que conforme José dos Santos Carvalho Filho (2009, p. 467) tinha o intuito de procurar obstar uma associação promíscua entre a agência e o governo instituidor ou entre a agência e os entes regulados, com a finalidade de evitar que essas entidades privadas que estejam sob seu comando se favoreçam em detrimento dos usuários.

Sendo assim, a partir da década de 80, a atividade econômica passou a ser submetida a um intenso controle externo, como resultado da tentativa de se evitar a adulteração das características das agências reguladoras. Este controle é atribuído aos três poderes do Estado norte-americano, sendo conceituada e reputada a um controle de adequação de desempenho das agências rumo a política estatal delimitada pelo governo do que um controle propriamente dito. Segundo Elizangela Almeida e Elton Xavier (2012), a administração do Poder Legislativo é exclusiva do Congresso que cria as leis, que por sua vez delineiam os limites de autossuficiência das agências, ademais, examina atentamente e constantemente o exercício das suas atividades, podendo em alguns casos, até mesmo apreciar as decisões de mérito desses órgãos.

Marçal Justen Filho (2009, p. 80) explica que em eventual insatisfação do Congresso com o mérito das decisões adotadas pelas agências poderá constituir edição de leis direcionadas a disciplinar o mesmo tema, podendo inclusive, resultar na extinção da agência. Já no Judiciário, é feito através da probabilidade de questionamento de suas decisões em juízo, apesar de que o mencionado Poder abstenha-se de reexaminar atos fundados em critérios técnicos ou científicos, além de incitar a participação dos interessados na tomada das decisões pelas agências reguladoras. Em fim, o controle realizado pelo Poder Executivo é realizado através da elaboração do orçamento, uma vez que as agências são associadas ao *Office of Management and Budget (OMG)*, órgão conectado diretamente à presidência com poderes para limitar, moderar, acrescentar, complementar e aprovar o orçamento da agência, além de poder publicar as modificações de competências atribuídas a ela.

Ademais, foi com base no sistema norte-americano que o Brasil instituiu as chamadas agências reguladoras, entretanto, o fez de maneira esparsa, pois não

existia uma lei criadora do sistema de agências, nenhuma disposição normativa que definia as condições genéricas da subsistência de uma agência administrativa, seja ela reguladora ou não, não existindo nem ao menos qualquer preceito legal que informe o que venha a ser uma agência, sendo reprovado por Arianne Cal (2003, p.74) o fato de o mencionado sistema não ter sido incorporado na sua forma já evoluída, com as mesmas mudanças efetivadas pelos Estados Unidos, mas sim nos moldes inicialmente concebidos.

2.2 SURGIMENTO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS NO BRASIL

No Brasil, já existiam instituições que atendiam ao Poder Público com funções regulatórias e fiscalizatórias desde meados do século XX, mas não eram conhecidas como agências reguladoras. A doutrinadora Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2009, p. 434) enumera algumas:

[...] no período de 1930-1945, o Comissariado de Alimentação Pública (1918), o Instituto de Defesa Permanente do Café (1923), o Instituto do Açúcar e do Alcool (1933), o Instituto Nacional do Mate (1938), o Instituto Nacional do Pinho (1941), o Instituto Nacional do Sal (1940), todos esses institutos instituídos como autarquias econômicas, com a finalidade de regular a produção e o comércio. Além desses, podem ser mencionados outros exemplos, como o Banco Central, o conselho Monetário Nacional, a Comissão de Valores Mobiliários e tantos outros órgãos com funções normativas e de fiscalização.

Exatamente, no momento de crise que surgiram as primeiras evidências no Brasil das agências reguladoras, que conforme Arianne Cal (2003, p. 12) se iniciou nos anos 70, tão somente sendo possível colocá-la em evidência nos anos 80, a partir do momento em que as adversidades de governabilidade alcançavam o país. Apenas neste momento houve compreensão de que as ações de políticas públicas colocadas em prática estavam limitadas pela rigidez, intolerância e ineficiência da máquina administrativa. Além disso, o próprio Estado não soube processar de modo benéfico às reivindicações a ele atribuídas.

Com o propósito de aperfeiçoar o modelo vigente, foi idealizado o Plano Diretor de Reforma do Aparelho Estatal, que teve como objetivo modificar a estrutura da Administração Pública, que era burocrática, intolerante, austera e ineficaz transformando-a em uma Administração Pública gerencial, fugaz, célere, com capacidade de atender às carências de cada cidadão.

Mas, para isso foi imprescindível ocorrer a sua descentralização, ou seja, a faculdade de a Administração transferir as suas competências para entes públicos e entidades privadas. Através da Emenda Constitucional nº 19 de 1998 foram inseridas algumas figuras jurídicas para alcançar a tal almejada eficiência, entre elas as agências reguladoras.

Enfim, as agências reguladoras brasileiras, ganharam destaque no sistema político nacional com a influência do fenômeno de globalização e com as intensivas ondas de privatizações que se multiplicavam, particularmente, no governo de Fernando Henrique Cardoso.

2.2.1 Contexto histórico brasileiro

A ideologia liberal surgiu com os pensadores iluministas do século XVIII, John Locke e Montesquieu, portanto, no século XIX teve seu auge, com as propostas ideológicas de transformações da sociedade, sendo este o momento em que a burguesia procurava se fixar como uma nova classe preponderante. Neste contexto, o Estado Liberal foi projetado para assegurar a proteção individual de cada ser humano contra a restrição de sua liberdade, de maneira que era suprimida qualquer forma de ingerência estatal na economia, uma vez que o mercado e a sociedade deviam ser administrados por suas próprias regras. (CAL, 2003, p. 17).

Licurgo Joseph Mourão de Oliveira (2005, p. 125) esclarece que as Constituições sob a égide do liberalismo (Séc. XVIII e XIX) preocuparam-se especialmente:

Com os direitos de 1ª geração, os chamados direitos de liberdade, de defesa. Respeitavam-se absolutamente os princípios da autonomia da vontade e da liberdade negocial. Porém, restou insofismável a total incapacidade das leis naturais de economia e mercado para distribuir as riquezas produzidas em um nível capaz de assegurar a todos uma existência digna. Hoje, em nenhum Estado é praticado ou propugnado este Liberalismo Puro.

Muito embora tal padrão tivesse, ao menos em tese, a finalidade de propiciar uma maior liberdade individual a cada cidadão e ao mercado econômico contra os excessos praticados pelo Estado, o Estado Liberal “foi construído para favorecer e sustentar uma classe – burguesia - que assumira o poder e, por meio de seus atos, passava a comandar e dirigir a máquina estatal a favor de si mesma” (CAL, 2003, p. 18), intuito pelo qual teve o seu declínio, pois não conseguiu acolher os menos

favorecidos, existindo, conseqüentemente, um elevado índice de crescimento das injustiças sociais, uma vez que as leis naturais da economia e do mercado, na opinião da referida autora, foram absolutamente incapazes de promover de forma igualitária a distribuição da riqueza produzida, restando comprovado que não pode o Estado simplesmente não intervir na economia.

Essa constatação ficou óbvia com a ruptura da bolsa dos Estados Unidos da América, que em conjunto com as duas guerras mundiais colaboraram para o surgimento do chamado *Welfare State*, ou seja, Estado do Bem-Estar Social, que foi sinalizada pelo caráter intervencionista do Estado, que buscava reprimir exageros ao mesmo tempo em que estimulava a concorrência do mercado, com o propósito final de conquistar a produtividade e a competitividade que culminaria no bem-estar geral. Apesar de se contrapor o modelo liberal ao modelo intervencionista, uma vez que naquele há uma abstinência do Estado enquanto neste, há uma ininterrupta atuação, Arianne Cal (2003, p. 22) assevera categoricamente que a não intervenção estatal jamais ocorreu, pois mesmo quando o discurso de liberdade era pregado, era apenas uma forma de manter uma classe privilegiada no poder, no caso a burguesia, ou seja, era apenas um discurso ideológico, pois na prática, a burguesia ditava as regras a serem seguidas em favor de seus próprios interesses.

Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 8-9) coaduna com esta afirmação ao preceituar que apesar das modificações e ciclos oscilantes de regras liberalizantes e estatizantes, o fenômeno da regulação nunca deixou de ter a sua existência real, pois o Estado sempre interferiu no setor econômico, sendo que a diferença residia no grau de interferência, que ora é maior, ora menor.

A realidade é que no padrão intervencionista, passou-se a ter um Estado empresário, pois começou a estatizar empresas, assim como a unificar o capital público com o privado a fim de serem instituídas as sociedades de economia mista, que passaram então a operar de forma direta, ou seja, o Estado passou a realizar ele mesmo os serviços públicos. (ALMEIDA; XAVIER, 2012). Fato este que amplificou as obrigações do Estado que além de preservar a ordem pública, também tinha que proporcionar o bem-estar da coletividade, enquanto interviam no setor social e nas atividades econômicas, e essa acrescência de funções fez com que este modelo de Estado entrasse em síncope, pois os serviços públicos eram prestados com péssima qualidade.

Eurico de Andrade Azevedo (1998, p. 141) assinalou algumas razões para essa síncope, quais sejam: o desenvolvimento excessivo do aparelho administrativo estatal, particularmente das empresas públicas e das sociedades de economia mista e suas subsidiárias e a exaustão da capacidade de investimentos do setor público, o que resultou na degradação dos serviços públicos em geral, ou seja, houve um elevadíssimo acréscimo de despesas e o encolhimento de receitas, o que culminou por gerar dívidas externas e internas ao país.

Foi neste contexto que surgiu o Programa Nacional de Desestatização (PND), com a finalidade de transferir à iniciativa privada as atividades que possam por ela ser bem executadas, para que a Administração ofereça à sociedade verbas para o atendimento das necessidades fundamentais e assim, executar com mais celeridade a sua função social. Arianne Cal (2003, p. 27) clarifica que a primeira-ministra Margaret Thatcher foi a primeira pessoa a denunciar o problema do domínio exorbitante do Estado dentro dos sistemas produtivos dos principais países capitalistas e também criou o termo privatização, que nada mais seria a política de transferência para o particular de domínios públicos. Para tal fim, era crucial que o Estado sintetizasse seu tamanho, dando consentimento aos vários setores da sociedade que se encontravam ineficientes e decadentes fossem revitalizados pelos investimentos privados.

É mister evidenciar, que as agências reguladoras foram inseridas no ordenamento jurídico brasileiro com o propósito de regular os serviços públicos realizados pelos particulares. Entre elas estão a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), instituída pela lei nº 9.472 de 16 de julho de 1997, e a Agência Nacional do Petróleo (ANP), criada pela lei nº 9.478 de 6 de agosto de 1997, destacando-se que a primeira agência criada no solo brasileiro foi a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), no ano de 1996. Destarte, o inciso XI do artigo 21 da CRFB/88, dispõe que cabe à União “explorar, diretamente ou mediante autorização, concessão ou permissão os serviços de telecomunicações, nos termos da lei, que disporá sobre a organização dos serviços, a criação de um órgão regulador e outros aspectos institucionais”. E, constante no § 2º do art. 177 da CRFB/88, autoriza a lei a dispor sobre “estrutura e atribuições do órgão regulador do monopólio da União” nas hipóteses previstas nos incisos I a IV do mencionado artigo.

Verifica-se que somente estas duas agências reguladoras têm a sua criação expressamente prevista na Carta Magna. Nos demais casos o legislador criou as agências reguladoras com base no art. 174 da CRFB/88 que estabelece fundamentações para a criação das Agências Reguladoras, na medida em que coloca o Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica, sendo que a ele cabe, na forma da lei, exercer “as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e privado”.

Para exercer as suas funções, o Estado deverá aparelhar os meios necessários para desempenhar o seu papel de fiscalizador, incentivador e acima de tudo planejador, os quais foram dados pelo legislador, que faculta autorização para a criação, por meio de lei específica, de certas entidades, conforme se verifica no art. 37 da Constituição:

Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998)

XIX - somente por lei específica poderão ser criadas empresa pública, sociedade de economia mista, autarquia ou fundação pública;

À vista disso, o texto constitucional acima autoriza a criação das autarquias como forma de exercer as suas funções. Nesse passo, destaca-se que no Brasil existem 10 agências reguladoras federais, e que existe ainda a possibilidade da criação de mais uma agência, qual seja, a Agência Nacional de Mineração (ANM). Tal criação encontra-se em análise na Câmara dos Deputados, no bojo do Novo Código de Mineração.

2.3 NATUREZA JURÍDICA DAS AGÊNCIAS REGULADORAS

As agências reguladoras são consideradas pessoas jurídicas de Direito Público, que devem ser originadas por lei específica como autarquias. Portanto, a personalidade jurídica das autarquias é de Direito Público e de acordo com Hely Lopes Meirelles (2005, p. 310), não exercem atividades por delegação e sim por direito próprio e com jurisdição pública, na dimensão do *jus imperii* que lhe foi conferido pela lei que a instituiu, e por ser pessoa jurídica de Direito Público interno, traz inserido na

conquista de seus fins uma parcela do poder estatal que lhe concedeu vida. Sendo um ente independente, não existindo submissão hierárquica da autarquia para com a entidade estatal, visto que isso lhe removeria o seu caráter autárquico, o que há é uma mera conexão à entidade matriz, que por sua vez desempenha um controle legal, que abarcaria no poder de correção finalística do serviço autárquico.

Corroborando com o doutrinador acima, o Código Civil em vigor no artigo 41, inciso IV, aduz que “são pessoas jurídicas de direito público interno as autarquias”. Portanto, a legislatura Civil veio ser a ponte sanadora de todas as dúvidas em relação à personalidade jurídica das autarquias.

As autarquias são classificadas em dois regimes: comum é aquela que possui os controles restritivos, tendo em vista que seus dirigentes são escolhidos pelo chefe do Poder Executivo por meio de nomeação para os cargos comissionados, e em especial é toda aquela a que a lei instituidora conferir privilégios específicos para o pleno desempenho de suas finalidades específicas, aumentando a sua autonomia comparativamente com as autarquias comuns, sem infringir os preceitos constitucionais pertinentes a essas entidades de personalidade pública. (MEIRELLES, 1996, p. 311).

Já a agência executiva é o título concedido à autarquia ou fundação que celebre contrato de gestão com o órgão a que se ache associado, para o desenvolvimento da eficiência, e também, como um redutor de custos. Portanto, são autarquias ou fundações que, em virtude desse título, passam a subordinar-se ao regime jurídico especial. (DI PIETRO, 2010, p. 402).

Entretanto, as agências executivas se diferenciam das agências reguladoras por não terem como objetivo precípua o de exercer domínio sobre particulares que prestam serviços públicos, que é o objetivo primordial das agências reguladoras. Sendo assim, o termo agência executiva equivale a um título concedido às autarquias ou as fundações públicas cuja finalidade seja realizar atividade estatal. (DI PIETRO, 2010, p. 403).

Isto posto, as agências reguladoras, uma vez constituídas por leis que lhe submetam ao regime especial, possuem um limiar bem amplo de independência em relação aos poderes de supervisão, fiscalização e normatização daqueles regulados por ela.

Diogo de Figueiredo Moreira Neto (2000, p.147), acentua a relevância da descentralização das entidades autárquicas ao afirmar que:

A descentralização autárquica, depois de um certo declínio, ressurgiu restaurada como a melhor solução encontrada para conciliar a atuação típica do Estado, no exercício de manifestações imperativas, de regulação e de controle, que demandam personalidade jurídica de direito público, com a flexibilidade negocial, que é proporcionada por uma ampliação da autonomia administrativa e financeira, pelo afastamento das burocracias típicas da administração direta, e sobretudo, como se exporá, pelo relativo isolamento de suas atividades administrativas em relação à arena político – partidária.

Desta maneira, averígua-se que as agências reguladoras fazem parte da hodierna modalidade de descentralização setorial, o que lhes concede um maior controle sobre os setores regulados.

Há de salientar, neste giro, que as agências reguladoras são um dos modelos organizacionais exequíveis para o exercício da atividade regulatória do Estado, sendo espécies de autarquias, que apareceram a partir das desestatizações da década de noventa. Contudo, como bem explica Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 214), há várias décadas começaram a ser constituídas, via legislativa, diferentes autarquias de regime especial que apresentavam como característica a restrição concedida pela lei ao poder de exoneração do chefe do Poder Executivo ao determinar que a nomeação dos dirigentes das agências reguladoras seria por mandato fixado. Porém, o STF havia considerado inconstitucional a autonomia dessas entidades autárquicas por entender que violava o poder de direção do Presidente da República sobre toda a Administração Pública, nos termos do inciso II do art. 84 da CRFB/88. Entretanto, esse entendimento já fora revertido no julgamento da ADIN n. 1.949-0.

Portanto, a contemporaneidade no ordenamento pátrio seria a independência das agências reguladoras, visto que, por exemplo, no momento presente existe um impedimento da exoneração *ad nutum* dos seus dirigentes e é inexistente a ingerência funcional sobre os seus atos decisórios, o chamado recurso hierárquico impróprio, pelo qual o Ministro ou qualquer outra autoridade do Executivo Central poderia suprimir ou invalidar as decisões das autarquias a ele vinculadas.

Segundo Carlos Ari Sundfeld (2000, p. 24-25) o fator primordial para assegurar a autonomia da agência reside na estabilidade dos dirigentes, visto que a maior parte das agências atuais acolhem o modelo de estabelecer mandatos, dessa maneira, o

Presidente da República, em se tratando de agências federais, escolhe os dirigentes e os recomenda ao Senado Federal, que os sabatina e aprova. Uma vez nomeados, eles exercem mandato, não podendo ser exonerados *ad nutum*, sendo este o fato que garante a autonomia das agências reguladoras.

O termo “agência reguladora” teve como base o sistema norte-americano, não existindo na Constituição pátria, apenas nas leis instituidoras, sendo a nomenclatura “agência” considerada desguarnecida de conteúdo, pois não existe uma lei-quadro das agências, devendo ser assistida de disciplina jurídica que lhe garanta efetiva autonomia para que signifique algo. Por essa razão, que Alexandre Santo de Aragão (2013, p. 215) sustenta que é muito mais importante que as normas venham a estabelecer as funções específicas e a autonomia de cada entidade do que a simples denominação como “agência”.

As agências reguladoras têm como característica primaz de serem autarquia em regime especial e possuírem autonomia administrativa, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo, estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira, e de acordo com Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2010, p. 181) usufruem de certa margem de autonomia em relação aos três poderes: ao Legislativo, por desempenhar função normativa, o que para ela justifica o nome de órgão regulador ou agência reguladora, ao Executivo, uma vez que suas normas e decisões não podem ser modificadas ou retificadas por autoridades estranhas ao próprio órgão e ao Poder Judiciário, por disporem de uma função quase jurisdicional na medida em que resolvem, obviamente que no âmbito das atividades controladas pelas agências, litígios entre os delegatários que exercem serviço público e entre estes e os usuários dos serviços públicos. Entretanto, com a ressalva de que essa dita independência deve ser entendida conforme a Constituição Federal, de modo que, se, por exemplo, uma decisão de uma agência causar lesão ou ameaça de lesão a direito de qualquer pessoa, ela poderá ser reapreciada pelo Poder Judiciário, pois assim determina o art. 5º, inciso XXXV da CRFB/88.

Arianne Cal (2003, p.28), contudo, compreende que essa relativa independência em relação ao Poder Legislativo não ocorre, já que seus atos normativos não podem conflitar nem com o texto magno, nem com as leis existentes, mas admite que a maior autonomia existente em relação ao Poder Executivo, visto que os atos dessas

agências não podem ser revistos ou modificados pelo referido poder, devido ao regime especial a que se encontram vinculadas.

As agências reguladoras possuem algumas características importantes, as quais serão mencionadas de acordo com o entendimento do ilustre doutrinador Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 215-216):

a) Autonomia Orgânica

Constata-se que esta autonomia consiste em um impedimento à exoneração *ad nutum* dos líderes das agências reguladoras pelo chefe do Poder Executivo, sendo reputada como inconstitucional pelo Supremo Tribunal Federal. Sendo assim, foi editada a Súmula n. 25, que trazia informações da nomeação a termo dos ocupantes de cargo dos dirigentes de autarquias a qual não impediria a livre demissão pelo Presidente da República. Entretanto, esse posicionamento foi suplantado com a edição da Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 1.949, que utilizou-se do voto vencido do Ministro Victor Nunes Leal no mandado de segurança n. 8.693 que, por sua vez, auxiliara para a fundamentação da edição da Súmula n. 25.

O Ilustre Ministro avaliou que a investidura por prazo determinado era adequadamente necessária para instituir um regime de autonomia administrativa, delineado por lei, como circunstância fundamental para se desenvolver uma política legislativa sobre um determinado setor, sem intervenção da política partidária pelo Executivo, como acontecia em outras nações, em especial nos Estados Unidos.

Portanto, utilizou como pressuposto para a constitucionalidade da restrição a livre exoneração pelo Presidente da República: 1) o fato de a Constituição dispor no seu art. 84, XXV, que incumbe ao Presidente prover os cargos públicos na forma da lei, ou seja, conforme dispuser a lei; 2) o exemplo dos EUA, visto que muito relevante, considerando a identidade dos regimes políticos em seus traços essenciais e também pelo fato de os americanos adotarem o regime presidencialista; 3) o fato da figura da Presidência da República dever ser considerada impessoalmente, sendo que neste caso, o Chefe do Poder Executivo sempre terá participado de sua nomeação; 4) o respeito à discricionariedade do Poder Legislativo acerca da melhor estrutura organizacional para implementar as suas políticas; 5) cita o caso *Humphrey* para reforçar a ideia de que os ocupantes de cargos dirigentes devem ter independência, caso contrário, permanecerão com receio de serem exonerados à

cada vez que contrariem alguma política ou vontade do Chefe do Poder Executivo, afirmando que “ quem exerce o cargo só enquanto agrada a outro não pode, por isso mesmo, manter uma atitude de independência ante a vontade desse outro”; 6) o fato de a Constituição não amparar a interpretação napoleônica do Executivo; 7) trata-se não de uma estabilidade temporária, mas sim, uma restrição legal à exoneração arbitrária; 8) o fato de ser uma garantia de funções dos dirigentes contra qualquer ocupante da Chefia do Poder Executivo, inclusive contra o Presidente que tiver feito a nomeação; 9) o fato de que é ao legislador que compete definir se as suas políticas serão mais bem alcançadas por dirigentes subordinados ao Chefe do Executivo ou dele independentes, entre outros argumentos.

O Ministro Nelson Jobim então, no julgamento da ADIN 1949/RS, agregou aos argumentos do Ministro Victor Nunes Leal os seguintes itens: 1) a nova posição ocupada pelo Estado regulador na economia após o processo de desestatização; 2) o fato de a Constituição de 1988 não prever ressalvas apenas constitucionais ao poder do Presidente de nomear e exonerar; 3) o fato de a criação das agências reguladoras também encontrar fundamento nos arts. 21, XI, 174, parágrafo único, I e 177, parágrafo segundo, III, CRFB; 4) o fato de as delegações de serviços públicos se regerem por políticas legislativas e por fim, 5) a necessidade de segurança jurídica dos agentes regulados.

Celso Antonio Bandeira de Mello (2012, p. 454-455), ao analisar a presente discussão, contribui afirmando que essa restrição é na verdade uma defesa, especificada na lei, contra a livre demissibilidade do administrador, objetivando a constância administrativa e resguardando o administrador da autarquia contra ingerências políticas.

Sendo assim, os entes autônomos principalmente, receberam notabilidade com o processo de desestatização sucedido no Brasil e em país da América Latina na década de 90, pois sem dúvida as autarquias possuem autonomia em relação aos órgãos e entidades da Administração Direta. Tal característica é inerente à própria definição do ente autárquico.

Portanto, para que as agências fiquem protegidas das intervenções políticas e das pressões próprias do período eleitoral, é necessário garantir o seu regime autônomo. Pois, a inexistência dessa subordinação é, sem dúvida, uma condição imprescindível para que a mesma desempenhe as suas funções com responsabilidade, entretanto

se isso não acontecer, a autarquia não passaria meramente de um órgão ligado ao Executivo e, desse modo a sua instituição seria apenas, mais uma providência do Poder Executivo. b) Autonomia Funcional

Dizer que um ente possui autonomia funcional é o mesmo que dizer que os seus pareceres não se submetem a recursos hierárquicos impróprios, não sendo suscetível de revisão pela Administração Central, quer seja pelo Conselho de políticas públicas do setor, sem qualquer intervenção externa, por parte do Poder Executivos ou dos demais poderes.

Essa característica é canalizada às agências reguladoras, pois de acordo com o entendimento de Celso Antônio Bandeira de Mello (2012, p.147) o controle administrativo ou tutela administrativa exerce-se nos limites da lei, não podendo ser presumido, só existirá quando, como e na forma prevista em lei. E como não há nenhuma lei que preveja a existência de recurso administrativo hierárquico impróprio contra as decisões das agências reguladoras, fica evidente que não é possível este controle.

Nesta esteira informam Arnoldo Wald e Luiza Moraes (1999, p. 81) que “a autonomia jurídica é a que coloca a pessoa fora da autoridade de outrem para que possa agir por si mesma, não necessitando da intervenção de outrem para que pratiquem atos jurídicos de seus interesses”.

Embora a autonomia tenha determinadas dimensões, pois dela não se dispõe que se expanda além das próprias prerrogativas legais, de acordo com os mencionados autores, “serão considerados ilícitos atos administrativos baixados sob o rótulo da ilegalidade”. (WALD; MORAES, 1999, p. 82).

Os autores ainda descrevem que a autonomia funcional das agências reguladoras está subdividida em quatro vertentes:

Autonomia decisória – consiste na capacidade da agência de resistir a pressões de grupos de interesse no curto prazo. Procedimentos para nomeação e demissão de dirigentes, associado com a fixação de mandatos longos, escalonados e não coincidentes com o ciclo eleitoral são arranjos que procuram isolar a direção da agência de interferências indesejáveis tanto por parte do Governo quanto da indústria regulada.

Autonomia de objetivos – compreende a escolha de objetivos que não conflitem com a busca prioritária do bem-estar do consumidor. Uma agência com o número pequeno de objetivos bem definidos e não conflitante tende a ser mais eficiente que uma outra com objetivos numerosos, imprecisos e conflitantes.

Autonomia de instrumentos – é a capacidade da agência de escolher os instrumentos de regulação-tarifa, por exemplo, de modo a alcançar os seus objetivos da forma mais eficiente possível.

Autonomia financeira – refere-se à disponibilidade de recursos materiais e humanos suficientes para a execução das atividades de regulação. (WALD; MORAES, 1999, p. 78).

Portanto, as agências reguladoras devem conservar em seu bojo a autonomia funcional para a sua própria consolidação, frustrando, desta forma, que deliberações e objetivos projetados sofram intervenção do Poder Público. Embora, na atualidade as agências reguladoras tenham passado cada vez mais a serem monitoradas pela administração direta, especialmente pelo Poder Executivo, devendo encontrar-se uma nova forma, de moderar certos excessos que acabaram de obstruir a entidade descentralizada. (MORAES, 1999, p. 79).

Alexandre de Moraes (2002, p. 49) acredita que além das características já mencionadas, as agências reguladoras possuem uma a mais, qual seja autonomia administrativa, que segundo ele é dada às agências reguladoras “a sua personalidade jurídica e o poder de controlar e administrar em próprio nome seus bens e serviços, sendo, sujeitas de direito e obrigações”. Dessa forma, as agências reguladoras são responsáveis diretamente pela realização de serviços prestados a sociedade.

2.4 PODER NORMATIVO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS

Existem diversas controvérsias em torno do poder normativo das agências reguladoras, no entanto, foi atribuído a elas o poder de editar e publicar normas generalizadas sobre o setor sob seu domínio.

Sérgio Bruna alerta que a técnica de atribuição de poderes normativos ao Executivo é algo que se tornou real na vida moderna em virtude das condições materiais que estiveram presentes no desenvolvimento do Estado capitalista, sendo que a “potestade regulamentária da Administração é hoje absolutamente imprescindível”. (BRUNA, 2003, p. 93-94).

Assim, no ano de 1996, foi publicada a Lei n. 9.427, criando a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), como precursora em “regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, em conformidade

com as políticas e diretrizes do governo federal” (art. 2º), além disso, conforme descrito no referido diploma em seu art. 3º, incisos I e XIX¹, foram concedidos poderes para implementar políticas e diretrizes, além de regular o serviço a ela confiada.

No ano seguinte, precisamente no dia 16 de julho de 1997, foi promulgada a Lei nº 9.472, que trata da instituição da Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), trazendo em seu bojo a competência para expedir normas, conforme expresso em seu art. 19, incisos X, XII e XIV².

Um mês depois foi criada a Agência Nacional do Petróleo (ANP), conferindo-se a esta poder regulatório, conforme explicitado na Lei nº 9.478/97, em seu no art. 8³. Subsequentemente, foram criadas outras agências reguladoras com a mesma finalidade, qual seja, conferir competência regulatória, competência essa que permite ao poder normativo editar e publicar normas de caráter impessoal, geral e abstrato.

Sendo assim, faz-se necessário descrever sobre a diferenciação entre função regulamentar e função regulatória, uma vez que não existe na doutrina brasileira um consenso sobre o significado de regular e regulamentar.

De acordo com Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p.63), o termo regular consiste na ação humana dirigida mediante regramento que cria direitos e deveres correlatos direcionados ao cidadão, com o propósito de nortear a sua conduta na direção pretendida pelo ordenamento jurídico.

O verbo regulamentar, por outro lado, está ligado ao ato de especificar e dar operatividade às normas legais, sendo que ao exercício de tal ação estaria vedado alterar o ordenamento jurídico, pois esta prerrogativa seria exclusiva das leis.

¹ I - implementar as políticas e diretrizes do governo federal para a exploração da energia elétrica e o aproveitamento dos potenciais hidráulicos, expedindo os atos regulamentares necessários ao cumprimento das normas estabelecidas pela Lei nº 9.074, de 7 de julho de 1995; XIX – regular o serviço concedido, permitindo e autorizando e fiscalizar permanentemente sua prestação.

² X - expedir normas sobre prestação de serviços de telecomunicações no regime privado; XII - expedir normas e padrões a serem cumpridos pelas prestadoras de serviços de telecomunicações quanto aos equipamentos que utilizarem;

XIV - expedir normas e padrões que assegurem a compatibilidade, a operação integrada e a interconexão entre as redes, abrangendo inclusive os equipamentos terminais;

³ Art. 8º A ANP terá como finalidade promover a regulação, a contratação e a fiscalização das atividades econômicas integrantes da indústria do petróleo, do gás natural e dos biocombustíveis.

Segundo a mencionada autora, esta seria a função de todo ato normativo infralegal, tais como o regulamento propriamente dito, as instruções, deliberações, portarias e pareceres, portanto, sempre que normas administrativas não puderem inovar, mas somente explicitar e operacionalizar comandos legislativos, estar-se-á diante de uma função regulamentadora. (ROSA, 2012, p. 64).

Conforme Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2010, p.141) a regulação e regulamentação não têm o mesmo significado, visto que regular indica o estabelecimento de regras, independente de quem as dite, seja o Legislativo ou o Executivo, ainda que por meio dos órgãos da administração direta ou entidades da administração indireta, sendo um termo com sentido mais amplo, que abarca inclusive, a regulamentação, que por sua vez possui sentido mais específico. Já regulamentar, embora possua o mesmo significado, que é estabelecer normas jurídicas, no direito brasileiro à competência para tanto é apenas do Poder Executivo, nos termos do inciso IV do artigo 84 da Constituição, não sendo este poder incluído entre as competências delegáveis.

Já Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 206) esclarece que a regulação é:

O conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionais, abstratas ou concretas, pelas quais o Estado, de maneira restritiva da liberdade privada ou meramente indutiva, determina, controla ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, evitando que lesem os interesses sociais definidos no marco da Constituição e orientando-se em direções socialmente desejáveis envolvido neste conceito: as condutas econômicas do Estado que visem a ter reflexos sobre o comportamento econômico dos agentes privados, o que pacifica a diferença entre intervenção direta (Estado- Empresário) e indireta (meramente normativa) do Estado na economia.

Segundo Leila Cuéllar, citada por Marcelo Alexandrino e Vicente Paulo (2003, p. 9) a regulação pode ser projetada em sentido amplo, como toda forma de interferência do Estado na economia e em sentido mais estrito, seria a interferência estatal na economia que não se realiza pela participação direta na atividade econômica, ou seja, como agente, mas se materializa por intermédio de condicionamento, coordenação e disciplina da atividade econômico privada, seria, portanto, o condicionamento normativo da atividade econômica privada. Os aludidos autores acentuam que regulação não se confunde com regulamentação, sendo mais amplo do que este.

Em contrapartida, José Maria Pinheiro Madeira (2004, p. 265), afirma que qualquer atividade regulatória não poderá jamais ser confundida com a atividade regulamentar, uma vez que aquela, no ordenamento pátrio, é outorgada às agências

reguladoras por lei, enquanto que esta seria atividade privativa do Chefe do Poder Executivo. Já para José dos Santos Carvalho Filho (2011, p. 66) a mencionada conclusão não pode ser retirada do sistema jurídico referente às agências reguladoras, pois embora afirme que as expressões “regulamentar” e “regular” não sejam sinônimas, a diferenciação reside no fato daquela significar adicionar, tipificar, pleiteando sempre que haja norma de hierarquia superior susceptível de complementação, enquanto esta possui um sentido mais abrangente, significa regularizar, disciplinar, uniformizar, regulamentar, normatizar, não requerendo como intento complementar ou acrescer outra norma, é provável, então, que haja função regulatória sem que haja função regulamentadora.

Entretanto, para José dos Santos Carvalho Filho (2011, p. 67-68) as agências reguladoras na verdade exercem função regulamentadora, ou seja:

estabelecem disciplinas, de caráter complementar, com observância dos parâmetros existentes na lei que lhe transferiu aquela função. Pois tem como escopo estabelecer, em caráter geral, abstrato e impessoal, disciplinas técnicas a respeito de certos setores econômicos ou relativos à prestação de serviços públicos [...] tendo que adequar-se aos parâmetros da respectiva lei permissiva. Afinal, é de ter-se em conta que a delegação legislativa não é ilimitada, mas, ao contrário, subjacente a normas e princípios estabelecidos na lei.

Ressalta-se que, para o referido autor, o ponto central não é se as agências reguladoras possuem poder regulamentar, pois acredita ser consequência da evolução das relações sociais e globalização, e sim no alcance dos fins para os quais foram constituídas, quer dizer, na observância do princípio da efetividade. (CARVALHO FILHO, 2011, p.67).

Egon Bockmann Moreira (2011, p. 135) esclarece que o regime jurídico atribuído às agências reguladoras, evidencia nuances e matizes que o tornam *sui generis* em relação à sua especialidade orgânico-estrutural e à natureza das competências exercidas por seus órgãos e agentes. Admite também que a regência das atividades das agências reguladoras se dê por normas de Direito Administrativo em sentido estrito e de Direito Administrativo Econômico, pois abrange matérias que dizem respeito à intervenção do Estado no domínio econômico, no caso sob a modalidade normativa através de intervenção regulatória, logo, a atividade interventiva das agências reguladoras compreende-se ao plano normativo, qual seja a intervenção regulatória, através de emanção de normas, sejam elas gerais e abstratas ou individuais e concretas. (MOREIRA, 2011, p. 137).

Destaca também o aludido autor, que a regulação emitida pelas agências em solo brasileiro é acima de tudo pública (pois se dá por meio de desempenho do poder normativo público), unilateral (pois em regra tem origem em atos unilaterais dos sujeitos públicos reguladores), assimétrica (decorre do compromisso de promover a concorrência no setor, sendo necessário proteger, via normativa, os operadores emergentes), intrusiva e agressiva (destinadas aos operadores com posição de mercado significativa com a imposição de obrigações positivas com o objetivo de equalizar o mercado e promover a concorrência).

Logo, a competência normativa das agências reguladoras é vista como uma forma capacitadora do exercício do dever-poder administrativo do Estado, ou seja, a lei ao imputar certos deveres às agências reguladoras, também outorgará correspondentes poderes para que aqueles sejam atingidos, isso conforme entendimento do autor acima mencionado. (MOREIRA, 2011, p. 137-138).

Toda essa controvérsia em relação ao poder normativo das agências reguladoras resulta meramente na conclusão de que o poder normativo conferido as agências é de função regulamentar, ou seja, tem a faculdade de dar forma, dimensão, consistência e densidade à outra norma jurídica hierárquica superior, sendo praticado através de atos estabelecidos pela Administração Pública, observando a lei, sem deixar, contudo, de ter em si o poder normativo indispensável para estabelecer limites à liberdade do particular, estabelecendo-lhes direitos e obrigações.

Neste mesmo sentido, afirma Carlos Alberto Siqueira Castro (2011, p. 431), “a agência reguladora pratica ato administrativo”. Não é aceitável qualquer outra forma de procedimento que não seja por via administrativa e com observação as normas e princípios constitucionais que regem a Administração pública e “tutelam os direitos fundamentais de todos os matizes: individuais e coletivos, sociais, culturais, políticos e econômicos”. Um parecer ou uma decisão é considerado como ato normativo, podendo ser ato administrativo material ou concreto, podendo ser também munido de generalidade visando disciplinar a adaptação dos serviços existentes no marco regulador do Poder Legislativo. Pois as agências reguladoras praticam os seguintes atos:

Pratica ato administrativo quando fiscaliza a adequação dos serviços;
pratica ato administrativo quando aplica sanções ou penalidades ao
concessionário dos serviços; pratica ato administrativo, é claro, de amplitude

e repercussão coletiva, quando preside e encaminha uma audiência pública ou quando realiza uma sessão reguladora; pratica ato administrativo quanto publica os seus atos nos órgãos oficiais ou deles dá intimação aos interessados no seu conhecimento, o que é obrigatório. (CASTRO, 2011, p. 432).

Coadunando com essa mesma percepção de que o poder normativo das agências reguladoras é exclusivamente praticado por ato administrativo, a doutrina de Georg Jellinek citado por José Carvalho Filho (2009, p. 321) explica que o Estado pode permanecer vivo apesar das contrariedades mesmo sem leis e sem juízes, mas nunca sem a sua administração.

Destarte, diante de tudo que já foi explicitado, confirma-se que o poder normativo das agências reguladoras possui função regulamentar, sendo aplicado por meio de ato administrativo, o qual deverá observar os princípios que regem a Administração Pública.

3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Preliminarmente faz-se necessário definir o que vem ser a regulação, pois de acordo com Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 212) “são conjuntos de medidas legislativas, administrativas, convencionais, econômicas ou matérias, abstratas ou concretas”, na qual o Estado de forma restrita ou simplesmente indutiva controla, determina ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, impedindo que os interesses sociais sejam lesados, traçando orientações socialmente aplicáveis por meio de normas jurídicas.

Nesse mesmo sentido, afirma-se que a regulação estatal se concede por meio de normas que legitimam o comportamento dos agentes em um dado mercado, limitando a ação humana por meio de obrigações, proibições e permissões, motivando os indivíduos a acolherem os comportamentos desejados pelo legislador através de sanções, punições ou prêmios, como as sanções punitivas, que vão “desde multas aplicadas pela CVM, passando por suspensões, inabilitações, cassações, proibições, até penas de reclusão, no caso de crimes contra o mercado de capitais” (ROSA, 2012, p.17).

A supracitada autora assevera que a regulação de mercado só acontece por intermédio de normas jurídicas que devem estar em consonância com a lei permissiva. Dessa forma, configura-se que os objetivos mediatos da regulação do mercado de capitais são os frequentemente normatizados pelos reguladores, tais como: práticas equitativas no mercado e acesso à informação, e os objetivos imediatos se consubstanciam na correção de determinada falha de mercado, buscando alcançar um ambiente justo, com oportunidades iguais conforme dispõe o art. 170, incisos I ao IX e parágrafo único da CRFB/88⁴, de modo a oportunizar que

⁴ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003)

os próprios agentes ajam no sentido de garantirem o bem-estar social. (ROSA, 2012, p. 14).

A regulação do mercado de capitais é considerada uma forma de intervenção estatal empregada propriamente no setor econômico através do sistema financeiro, tendo o Estado a exclusiva competência para tanto, de acordo com o que preceitua o art. 174 da CRFB/88⁵.

Nesse compasso, frisa-se que o sistema financeiro é conceituado segundo o portal do investidor como o conjunto de instituições, produtos e instrumentos que oportuniza a transferência de recursos ou ativos financeiros entre os agentes superavitários (poupadores) e os agentes deficitários (tomadores) da economia. Dessa forma, o Sistema Financeiro Nacional é segmentado em quatro grandes "mercados", que são: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio, e por fim, o mercado de capitais, objeto do presente estudo. (CVM, 2016). O mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários é delimitado por um conjunto de instituições e instrumentos que viabiliza a realização de transferência de recursos entre tomadores (companhias) e aplicadores de recursos (poupadores), buscando assim compatibilizar seus objetivos, sendo subdividido em mercado primário, no qual a relação é estabelecida entre o investidor e a própria sociedade econômica destinatária do investimento, e mercado secundário onde a circulação de títulos se dá entre investidores. (TOMAZETTE, 2007, p.407).

Do exposto, demonstra-se que o mercado de capitais é um ambiente institucional desenvolvido por um conjunto de pessoas em que a mobilização da poupança é propriamente realizada entre a entidade emissora e investidor, sendo que a sua estrutura é constituída por um conjunto de mercados, instituições e ativos que

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995)

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

⁵ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalizar, incentivar e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

oportunizam a transferência de recursos entre tomadores e aplicadores. (ROSA, 2012, p. 26).

Nesta ótica, assinala-se que quando o Estado regula o mercado de capitais, este explicita duas opiniões fundamentais, a primeira trata de não suprimir as potências do mercado, por acreditar ser sua sobrevivência de interesse público e a segunda por determinar de modo preciso as limitações dos seus participantes no mercado, reconhecendo e identificando a existência de falhas e disponibilizando-se a extingui-las ou pelo menos reprimi-las.

A regulação do mercado de valores mobiliários tem como finalidade oferecer condições de acessibilidade ao mercado para investidores, propiciar oportunidades para o exercício de atividades no mercado, limitar os atos dos administradores e intermediários financeiros que projetam lesar atores do mercado de valores e exigir as informações que acharem de extrema relevância das companhias para serem prestadas aos investidores.

Nesse sentido, os órgãos reguladores devem funcionar com o propósito de exigirem a propagação das informações, pois a disseminação destas deverá ser equitativa, transparente e acessível a todos que atuam diretamente no mercado de capitais, tendo como base o *full disclosure* (princípio da transparência no mercado de capitais de valores).

Enfim, o Poder Legislativo através de sua função, por intermédio da Lei 6.385/76 atribuiu poder regulamentar ao Poder Executivo, de modo específico, à Comissão de Valores Mobiliários, para normatização e regulação das matérias alusivas ao mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários no solo brasileiro, sendo que tais atribuições encontram amparo na Carta Maior.

3.1 ESTRUTURA, FUNÇÃO E OBJETIVOS

Antes de adentrar no aludido tema, faremos menção a algumas particularidades da regulação do mercado de capitais. A primária delas é que a regulação presume Direito, isto é, acontece por intervenção de normas jurídicas, pois são responsáveis por legitimar as condutas individuais, obrigando, proibindo e permitindo condutas

intersubjetivas. Portanto, percebe-se que dispõem de denotações lógicas, assim como indica o próprio conceito de Direito, que no entender de Hans Kelsen (2003, p. 5) “é uma ordem normativa da conduta humana, ou seja, um sistema de normas que regulam o comportamento humano”.

Nessa elucidação obtém-se a segunda particularidade, que concerne ao sistema normativo estruturar, coordenar e sistematizar as incalculáveis ações particulares e individuais que perfazem o bem-estar da ordem social, identificando e traduzindo em percepção da língua jurídica valores morais e sociais inabaláveis, assim como objetivando e desenvolvendo instituições, definidas como conjuntos de normas que limitam e garantem autonomia a liberdade humana, portanto configura-se a função da regulação jurídica. (ROSA, 2012, p. 12). A terceira particularidade encontra respaldo nas normas que atuam com o propósito de atingir objetivos e fins, entretanto a regulação do mercado de capitais deve procurar assegurar que os atos praticados pelos administradores sejam conduzidos no sentido de acolher ao interesse social, sendo assim, Maria Eduarda Rosa (2012, p. 12) assevera que a regulação do comportamento social não poderá ser um fim em si mesmo, e sim um meio onde os legisladores esperam que os valores abalizados como fundamentais sejam executados.

Partindo dessas particularidades, a seguir abordaremos cada uma delas, quais sejam: estrutura, função e objetivos.

3.1.1 Estrutura

O mercado de capitais é um sistema de ordenamento de valores mobiliários, que tem como propósito proporcionalizar liquidez aos títulos de emissão de companhias e oportunizar o processo de capitalização.

Portanto, cada mercado de capitais no mundo se estrutura segundo o padrão de acumulação determinado em sua economia, cada uma delas com suporte em financiamentos próprios, o que ocasiona em distintos desenhos de mercados de capitais e diversos níveis de influência sobre o impulso geral dos recursos.

A estrutura regulatória do mercado de capitais no Brasil surgiu com a Lei n. 4.728/65, que dispõe sobre as medidas para o seu desenvolvimento, conferindo poderes ao Conselho Monetário Nacional para regulá-lo.

A partir deste, a estrutura do mercado de capitais se subdivide em:

Mercado primário é aquele em que os valores mobiliários de uma nova emissão da companhia são negociados diretamente entre a companhia e os e os investidores – subscritores da emissão -, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa.

Entretanto, alguns desses valores mobiliários, como as ações, representam frações patrimoniais da companhia e, dessa forma, não são resgatáveis em data pré-definida. Da mesma forma, outras podem ter prazos de vencimento muito longo. Essas características, entre outras, poderiam afastar muitos ados investidores do mercado de capitais, caso ele tivesse como negociar com terceiros valores mobiliários subscritos, dificultando o processo de emissão das companhias.

O Mercado secundário cumpre essa função. É o local onde os investidores negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias. Nesse mercado ocorre apenas a transferência de propriedade e de recursos entre investidores. A companhia não tem participação. Portanto, o mercado secundário oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário. (CVM, 2016).

Apesar da diferenciação entre esses dois mercados ser significativa para o desenvolvimento econômico do país, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 10) afirmam que esses conceitos não trazem consequências ao mundo jurídico, pois os mencionados conceitos não são regidos pelas leis que as instituíram, motivo pelo qual ele trata do conceito à luz das legislações. O mercado primário é aquele onde acontecem as emissões públicas de novos valores mobiliários e onde se atende o objetivo precípua do mercado de capitais, que é possibilitar a captação de recursos públicos. Desta forma, os recursos são voltados justamente para as entidades emissoras, que utilizarão em seus projetos de investimentos. E, conseqüentemente, os poupadores, ao consentirem os valores mobiliários, passam a ter o direito de partilharem dos resultados do empreendimento. Já no mercado secundário, o que sucede é a renegociação dos valores mobiliários com outros poupadores, sem qualquer conexão com a companhia que emitiu os valores preliminarmente. Sendo assim, a função precípua do mercado secundário é conferir liquidez aos valores negociados através de captação de recursos do mercado primário. Corroborando explica Juliano Pinheiro (2006, p. 126) sobre os fundamentos do mercado secundário:

O mercado secundário de ações é onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Portanto, torna-se uma condição para a existência do mercado primário, em que as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fato fundamental na decisão do investidor

quando compra ações de novos lançamentos é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou parte do capital investido, possa desfazer-se delas e reaver o seu dinheiro com lucros. Assim, podemos concluir que a função do “mercado secundário”, onde atuam as bolsas de valores, é dar liquidez ao investidor possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa o que viabilizará o crescimento do “mercado primário”, e a conseqüente capitalização das empresas via mercado de ações.

Neste contexto fica explícito que ambos os mercados mencionados são significativos, pois são através da emissão das ações no mercado primário, que posteriormente serão negociadas no mercado secundário, sendo que, quanto mais negociações, maior visibilidade a companhia e oportunidade de uma nova remessa de títulos ao mercado.

3.1.2 Função

A função do Direito é legitimar conduta exequível ou suscetível de ser pactuada entre dois ou mais indivíduos. Por esse motivo, se restringe a ação humana por meio de obrigações, proibições e permissões. Nesse sentido, Maria Eduarda Fleck Rosa (2012, p. 15) explica que os chamados modais deônticos, se delimitam a essas três possibilidades que produzem, precipuamente, normas que determinam comportamentos a serem exercidos, pelas normas que penalizam a sua inobservância, e pela que laureiam a sua observância.

Cumprir verificar que o Direito é uma forma de sistema que estimula os seres humanos a adotarem comportamentos tencionados pelo legislador. Tais estímulos acontecem particularmente em decorrência das preexistentes sanções e punições ou prêmios adotados pelo Poder Legislativo e justapostos pelo Poder Executivo e, em especial, pelo Poder Judiciário, que atuam com restrições lógicas e psicológicas direcionadas a cada ser humano.

Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 15) explica que a “função clássica da sanção, qual seja, a punitiva”, passou a dividir espaço com o que Norberto Bobbio (2007, p.38) chamou de “função promocional do Direito”, que segundo a primeira autora, “nada mais é do que sanções positivas ou premiaias, *i. e.* recompensas conferidas pelo Estado às condutas por ele desejadas e cumpridas pelos cidadãos”.

Em se tratando de mercado de capitais, traz-se à baila diversos exemplos, dentre eles, as sanções punitivas, as multas adotadas e aplicadas pela CVM, que passam por suspensão, cessação, inabilitação, reprovação, proibição, interdição, até penas de reclusão, em se tratando de crimes diretamente ligados ao mercado de capitais. Também há os prêmios que são proporcionados às companhias que adotam e adaptam-se ao “Novo Mercado”, cuja retribuição é realizada através de um selo de qualidade, que se manifesta através das práticas de atividades de boas governanças corporativas. E como consequências econômicas dessas sanções positivas podem advir as formas de valorização das ações. (ROSA, 2012, p. 16).

Enfim, as funções reguladoras do mercado de capitais são consideradas apenas um meio para obterem-se os resultados dos objetos ou fins, mediatos e imediatos almejado pelos legisladores.

3.1.3 Objetivos

A regulação estatal é concedida por meio de normas que regulam o comportamento dos administradores em um dado mercado, seu propósito de ser deve-se aos objetivos pretendidos pelos legisladores.

A percepção dos objetivos da regulação do mercado de capitais revela-se de substancial importância, uma vez que é a partir destes objetivos que a legislação de negociação de valores mobiliários se origina principalmente a partir da modificação da Lei n. 6.385/76, que instituiu os objetivos constantes no art. 4º, incisos I ao VII, principalmente o do inciso IV, c. Assim sendo, o legislador delineou as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho do Sistema Financeiro Nacional para uma melhor compreensão dos seus objetivos que nortearão a atuação dos órgãos reguladores deste mercado.

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

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

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

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

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

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

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

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

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.

Nesse sentido, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), que significa Organização Internacional das Comissões de Valores, foi criada em 1983, atualmente contando com mais de cem países, dentre eles o Brasil, reuniu as Comissões de Valores Mobiliários, com a finalidade de regular a troca de informações a nível mundial, a fim de estimular o desenvolvimento dos mercados, reforçando a infraestrutura e adequando a implementação da regulação. Assim, no ano de 1998 foi publicado um documento chamado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, como orientações regulatórias para o mercado de capitais, sendo que foi atualizado no ano de 2010, elencando os três objetivos que são o alicerce de um sistema eficiente para a regulação do mercado de valores mobiliários, a seguir elencados: redução do risco sistêmico, proteção dos investidores e assegurar mercados equitativos, eficientes e transparentes. (CVM, 2016).

Destarte, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 19) acreditam que a regulação apresenta cinco objetivos, quais sejam: proteção aos investidores; eficiência de mercado; criação e manutenção de instituições competitivas e confiáveis; evitar concentração do poder econômico; impedir a criação de situações de conflito de interesses.

O primeiro objetivo da regulação a ser explanado é a proteção aos investidores. A proteção aos investidores é aplicada aos valores mobiliários por meio de recursos financeiros devidamente publicados e negociados no mercado, onde estão conectados à defesa da respectiva saúde do mercado. Nesse sentido, a regulação deve ser responsável por promover a confiança dos investidores que emitem explicitamente seus valores mobiliários, assim como os que intermediam ou

propiciam os locais ou mecanismos adequados de negociações, de custódia, de liquidação e compensação das operações. Assim sendo, os nobres autores Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 20) explicam:

Que os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentem integridade financeira; e que as informações promovidas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.

Assim, a regulação poderá diminuir os riscos dos investidores, na proporção em que é obrigatória a publicação das informações relevantes pelos emissores dos valores mobiliários, sendo vedada a utilização de informações privilegiadas, assim como, quaisquer outras práticas fraudulentas que vise manipular o mercado de capitais. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008, 21).

O segundo objetivo da regulação é fazer com que o mercado funcione de modo eficiente, portando dar eficiência ao mercado significa adotar políticas de transparência criando de fato expectativas de retorno que coadunem relativamente com o que se investiu, objetivando através dessa transparência assegurar as informações e a confiabilidade, condições primordiais para proporcionar a expansão e o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse interesse, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 22) afirmam que “o aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia”.

O terceiro objetivo da regulação é a criação e manutenção de instituições competitivas e confiáveis, significa que as instituições deverão impor limite mínimo de capital para que possam operar no mercado, assim como disciplinar os requisitos de qualificação para os profissionais, com isso se estabelece um mercado financeiro sólido e competitivo. Nesse diapasão, traz a baila os ensinamentos de Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 21):

Que a regulação ao estipular as regras de funcionamento das instituições, torna-as financeiramente mais híidas, levando o mercado a funcionar com maior estabilidade funciona. Ademais, a agência reguladora, mediante regras de tal natureza, auxilia as instituições a tornar o mercado, como um todo, mais competitivo frente a mercados de outras regiões ou países.

O quarto objetivo é evitar a concentração de poder econômico, portanto, a regulação do mercado de capitais deve sempre evitar tais concentrações, pois evita um conglomerado de ofertas de serviços e produtos com vícios, devendo então o

Estado incentivar as instituições a promover a competitividade de forma confiável com o intuito de oferecer os melhores serviços e produtos com os melhores preços, configurando-se a regulação de conduta de um mercado.

O quinto objetivo é impedir a criação de situações de conflito de interesses. O conflito de interesses deve ser evitado, pois esses conflitos são gerados através de venda compulsória de serviço não desejado pelo cliente, como por exemplo, a venda casada.

Importante salientar que os conflitos de interesses podem ser evitados mediante:

A proibição de quaisquer vendas “casadas” e a imposição da segregação de atividades nas instituições financeiras (*o chamado chineses wall*);
A vedação de negócios em que acionistas controladores ou administradores tenham interesses potencialmente conflitantes com os da emissora ou;
Mediante a revelação (*disclosure*) da existência de situação de conflito de interesses para o potencial prejudicado, em caso concreto. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008, 24).

3.1.4 Necessidade de regulação do mercado de capitais

Para entender a necessidade de regulação do mercado de capitais, necessário se faz contrapô-lo com o mercado de crédito. O mercado de crédito é aquele realizado através de típicas operações bancárias de empréstimo para financiamento e obtenção do capital necessário ao desenvolvimento das suas atividades, que se realiza através de poupador e investidor com a intervenção das instituições financeiras, com a finalidade de captar e repassar os recursos reciprocamente às partes, tornando-se mutuamente devedor e credor. (ULHOA, 2012, p. 67).

Já o mercado de capitais é considerado negócio realizado com o intuito de canalizar recursos dos investidores – agentes superavitários (possuem muito recurso financeiro e economizam muito mais recursos excedentes) – para as companhias – agentes deficitários (precisam de recursos para tornar possível a realização de suas atividades) por meio de emissão de valores mobiliários.

Refere-se a um negócio de cooperação, em que a recompensa do investimento é exatamente relacionada à percepção de lucros pela sociedade, motivo pelo qual é considerado capital de risco pelos investidores que atuam tanto no mercado primário como no secundário.

Portanto, a regulação do mercado de capitais se faz necessária quando são verificadas as chamadas falhas de mercado, que conforme leciona Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 25) acarretam na intervenção do Estado para corrigi-las. São essas falhas:

- (a) Monopólio: caracterizado pela concentração de todo o mercado nas mãos de apenas um vendedor/produtor, obstaculizando a entrada de outros vendedores, de modo a impedir o equilíbrio entre oferta e demanda, além do monopólio, os cartéis e oligopólios também causam consequências danosas ao mercado como um todo, a exemplo da cobrança abusiva de preços.
- (b) Externalidades: ocorrem quando há efeitos não previstos pelas partes em uma transação e que atingem terceiros externos a ela. Podem ser tomadas diversas medidas para internalizar essas externalidades, como por exemplo, os tributos extrafiscais sobre a poluição.
- (c) Bens Públicos: aqueles que ao serem utilizados por outrem não reduzem sua quantidade e que não podem ser impedidos de serem utilizados por outras pessoas, a aludida autora traz como exemplo a iluminação pública e como solução para tal falha a oferta desses bens pelo próprio Estado à população.
- (d) Assimetria de informação: se evidencia quando uma das partes envolvidas na transação possui maiores conhecimentos acerca do produto do que a outra parte, o que por sua vez acaba por ocasionar uma troca não equitativa, uma vez que a parte que possui menos informações pode ser prejudicada na tomada de decisões

O mercado de capitais viabiliza a capitalização e o consecutivo desenvolvimento das empresas, portanto, é em seu ambiente que acontece a troca entre companhias abertas que carecem de recursos financeiros e investidores detentores de recursos financeiros excedentes com o objetivo de aplicá-los de modo rentável a fim de crescer ao seu capital. (MAGLIANO FILHO, 2008, p. 3).

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 9) explicam que o mercado de capitais é um ambiente institucional constituído por um grupo de indivíduos, onde a movimentação da poupança é realizada sem desvios entre o emissor e investidor. Desta forma, a sua estrutura é constituída por um conjunto de mercados, instituições e ativos que possibilitam a cessão de recursos entre tomador e aplicador.

Para que ocorram as trocas sem existir conflitos, é imprescindível primeiramente o amplo acesso à informação, isto é, ao se reprimir ao máximo exequível a assimetria de informação, se logrará reduzir também os custos de transação e, de modo consequente, aumentará a eficiência, confiabilidade e segurança do mercado de capitais. (ROSA, 2012, p. 25-26). A importância da regulação de informações neste mercado confirma-se, pois é um meio eficiente de proteger o investidor, já que o habilita a tomar as decisões conscientemente. Portanto, a falha de mercado que afeta este setor é assimetria de informação. (PROENÇA, 2005, p. 134).

Como já mencionado anteriormente no item 3.1, a Lei n. 6.385/76, no art. 4º, dispõe sobre os objetivos que são atribuídos ao mercado de capitais, a partir de então faremos menção aos seus incisos.

Os incisos I ao III⁶ trazem explicitamente os propósitos, desígnios e finalidades a serem atingidas de forma planejada, ou melhor, dizendo, um modelo que norteará as atividades realizadas pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Entretanto, a partir do inciso IV e demais⁷, a objetividade encontra-se nitidamente exposta, as atribuições das empresas deverão atender ao princípio de clareza nas suas informações, sendo que, essas obrigações estão envoltas em dois quesitos elementares: Primeiramente, assegurar o ingresso do público alvo a informações sobre o mercado de capitais, bem como, sobre valores mobiliários comercializados e sobre as empresas ou pessoas que as tenham emitido, denominado de *full*

⁶ 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;

⁷ 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. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

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.

disclosure (princípio da transparência de informações do mercado de capitais), esse princípio significa a divulgação ampla e incontestável das informações difundidas entre os investidores, viabilizando que os mesmos tenham acesso às novas informações de forma célere, que segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 48) significa um elemento essencial para regulação do mercado de capitais. Logo, esclarece, que o segundo quesito é assegurar a execução de práticas comerciais equitativas direcionadas ao mercado de valores mobiliários.

Pois bem, se a transparência total ou *full disclosure* é, por um lado, motivada por meio de normas que impõem a divulgação de informações relevantes, é, por outro, incentivada através de normas que penalizam aqueles que praticam uma ação ou atividade em situação de vantagens em relação aos demais agentes, por meio da repressão de práticas não equitativas. (ROSA, 2012, p. 27).

Explicam Armando Pinheiro e Jairo Saddi (2005, p. 260) que o mercado competitivo pode conceber os adequados estímulos para que o *full disclosure* aconteça voluntariamente, isso graças ao marco regulatório revisor de inesperados desvios e de modo igual às demandas ocasionadas por informações divulgadas pelo próprio agente.

Convém assinalar, que no mercado de capitais ocorrem práticas não equitativas, como por exemplo, o *insider trading* que trazem como consequência, direta ou indiretamente, efetiva ou possivelmente, um tratamento para um cidadão, em negociações mobiliárias, que o ponha em uma posição inadequada de instabilidade ou desequilíbrio em face aos demais participantes desse mercado é apontada, conforme dispõe a Instrução CVM n. 8, de 8 de outubro de 1979, no item II, letra d⁸.

O manuseio de informações com o fito de obter vantagens ou uso ilícito de informações privilegiadas (*insider trading*) está envolvido na mesma questão da necessidade de regulação do mercado de capitais, qual seja, não se finda com a prestação da informação. Portanto, o ente regulador do mercado de capitais tem como finalidade atuar no sentido de elaborar normas assecuratórias garantidoras de

⁸d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

direito a novas informações, de maneira a refrear que seus agentes (administradores, funcionários e acionistas) utilizem de forma imprópria as informações a que tem acesso ou por conta do cargo que assume. (PROENÇA, 2005, p. 136).

Sendo que, quando não existir estímulo apropriado no manuseio de informações vai ocorrer sempre as factíveis quebras de transparência no mercado, pelos agentes. Não ocorrendo estímulos pelo mercado ou pela norma jurídica, ocorrerá o risco moral, qual seja, propensão de o agente não fiscalizado atuar de forma vergonhosa, desonesta ou malquista. (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 259).

Nesta senda, nota-se que a regulação e as suas equivalentes sanções vêm a cada dia motivando as empresas a acolher as regras intrínsecas de agir conforme a regra ou a lei, ou conforme uma instrução interna cada vez mais inflexível, de modo a desenvolver o que se tratou de governança corporativa, cuja retribuição é meramente econômica, e não apenas jurídica. Porém, as empresas que prenciam transparência ao mercado terão as suas ações extremamente valorizadas e prestigiadas, ou vista com mais segurança por aqueles que as compram⁹ e as vendem (investidores - compradores). Mas aqueles que pretendem abrir um novo capital enfrentarão um processo penoso mais exaustivo, isso devido a competitividade do mercado que exige transparência e cumprimento de regras. Enfim, a divulgação de informação cumpre exclusivamente um objetivo: o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais marcado pela transparência, confiabilidade e probidade. Através do acesso a informação é que se promove um ambiente de trocas econômicas traçados por valores de equidade e isonomia entre os responsáveis que administram esses mercados, pautados na segurança jurídica e no Direito, sendo esses os valores que as empresas deverão absorver para atingir os objetivos traçados pelo órgão regulador.

⁹ As empresas que anunciaram recentemente medidas mais efetivas de transparência vêm ganhando valor na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), apesar da queda do mercado. Durante o mês de abril, oito empresas decidiram intensificar as políticas de relacionamento com investidores: Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Itaú, Itaúsa, Itautec, Sabesp, Sanepar e Banco do Brasil. Segundo estudo da Economática, essas companhias já ganharam juntas R\$ 1,6 bilhão em valor de mercado. ESTADÃO E&N. Empresa com maior transparência tem bom resultado. 22/04/2002, atual. em 03/03/2012. São Paulo: 2012. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,empresa-com-maior-transparencia-tem-bom-resultado,20020429p10267>. Acesso 10 maio 2016.

3.1.5 Surgimento da regulação no mercado de capitais no Brasil

Para que exista uma economia dinâmica, e que subsequentemente se desenvolva, é necessário que os todos os agentes envolvidos tenham acesso ao capital. A atividade produtiva depende de investimento diversificado, quer seja mão de obra, matéria prima, ou outras formas. Muitos desses agentes não conseguem proteger seus investimentos com capital próprio, seja por questões de um péssimo planejamento, de elevado custo da matéria prima, ou mesmo em função da natureza da atividade desenvolvida.

Sabe-se que o pressuposto de um mercado é a troca eficaz entre agentes, entretanto, para que ocorra de fato, é imprescindível o encontro entre investidores com excedente, e companhias com supressão de recursos. Portanto, aquele que detinha o excedente e que tinha interesse em lograr algum tipo de favorecimento, por meio desta perspectiva de retorno, deveria transferir suas necessidades ao agente.

No entanto, a falta de informação permeava nesse horizonte de dúvidas, existia um elevadíssimo índice de custos entre os investidores com excedente, e companhias com supressão de recursos, pois foi entre os séculos V e XV, exatamente no período da Idade Média, que eclode a ideia do intermediário financeiro com o objetivo de aproximar esses dois agentes, sendo o responsável pela junção das necessidades de ambos, assumindo uma dupla personalidade. Assim preconiza Juliano Pinheiro (2006, p.28), nas negociações entre superavitários e deficitários, muitas vezes não exista equivalência entre o valor disposto por investidores e o valor demandado pelas companhias. Por isso, como forma de balancear tal situação, os intermediários financeiros atraíam diversificados recursos de ofertadores com a finalidade de obter volumes suficientes para compartilhar entre os seus clientes demandantes, de acordo com a necessidade de cada um.

Nesse diapasão, percebe-se que há uma limitação de assimetria de informações e dos custos de operação de se procurar, no mercado, agentes dispostos a realizar a transferência de riquezas. Isso devido às transações serem totalmente fechadas pelo intermediário financeiro, nessa situação transforma o tomador de recurso em

devedor do intermediário, e o possuidor excedente em credor deste mesmo intermediário. (ROSA, 2012, p. 30).

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 2) afirmam que por está inserido na economia de mercado, trata-se da função do sistema financeiro. Pois a atribuição do papel de intermediário financeiro é concedida à instituição financeira, sendo responsável por captar recursos diretamente dos agentes econômicos superavitários, para subsequentemente emprestar aos deficitários.

Todavia, entre os séculos XV ao XVI com as grandes navegações sobreveio o crescimento do fluxo mercantil, sendo que os valores para que os comerciantes permanecessem com as suas atividades tornaram-se impraticáveis, desencadeando assim o desinteresse dos bancos em investirem capitais nestas operações.

Sendo assim surge a brilhante ideia de mercado de desintermediação financeira, isto é, processo de transferência de atividades financeiras, por meio da exclusão de instituições em operações tradicionais como, por exemplo, a prática de captar recurso. Prática que atualmente tem crescido no meio das médias e grandes empresas, a desintermediação financeira surgiu justamente como a extraordinária opção prática e econômica para manter o capital de giro das empresas e beneficiar a sustentabilidade econômica das sociedades. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008, p. 8).

O mercado era composto por três componentes essenciais para a sua subsistência, quais sejam, o investidor, a companhia e o ambiente de trocas, que funcionaram perfeitamente até o meado do século XX. Portanto, no ano de 1929, após a derrocada da Bolsa de Nova Iorque, foi suscitada uma crise institucional, em função da falta de normas de ordem pública que legitimassem a circulação dos valores mobiliários expedidos pelas sociedades autônomas. (SALLES, 1997, p. 105).

Como forma de resposta imediata a crise econômica instalada nos Estados Unidos, o recém-eleito presidente Franklin Roosevelt instituiu o *New Deal*, com uma sucessão de programas com o objetivo de acabar com as depressões. Exatamente, entre os anos de 1933 a 1936 expande-se a competência do Estado com a finalidade de interferir de forma concreta na ordem econômica e social, devolvendo-lhe a condição de órgão regulador e impulsionador da economia. Assim, eclode nos Estados Unidos o entendimento da necessidade de se criar as agências

governamentais com a finalidade consecutiva de atuar como extensão do Poder Executivo, tendo envolto também a delegação do Poder Legislativo, mas, todavia, sem qualquer interferência política. Assim desenvolve-se o órgão independente, com capacidade prática de função regulatória em conjunto com o mercado de capitais. (JUSTEN FILHO, 2009, p. 87-88).

Explica o aludido autor que, nesse interim, os Estados Unidos, no ano de 1933, aplicaram a ideia de intervenção reguladora do Estado como condição prática de institucionalizar o mercado de capitais, sendo realizado por meio da *Securities Act*, cujo objetivo principal era regulamentar a circulação de valores mobiliários. Subsequentemente, foi publicado no ano de 1934 o *Securities and Exchange Act*, dando início ao surgimento da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que tem como objetivo fiscalizar os cumprimentos das normas regulatórias das legislações dos anos de 1933 e 1934.

A *Securities and Exchange Commission* (SEC) é considerada principal reguladora do mercado de capitais dos Estados Unidos, pois é através dela que se elucidam as regras para a escrituração de valores mobiliários, cumprindo o papel de supervisionar as atividades financeiras nas bolsas de valores. Sua missão é proteger os investidores, mantendo equilibrado, justo, ordenado, disciplinado e eficiente o mercado de capitais, com isso facilita o acesso a informação, sendo, portanto, um órgão especialíssimo que empreende em criação de normas, garantido a sua eficiência e transparência. (JUSTEN FILHO, 2009, p. 89).

Portanto, o Brasil foi adepto das ideias fomentadas pelos Estados Unidos, sendo assim, conforme explica Juliano Pinheiro (2006, p. 135), que o surgimento da regulação no mercado de capitais veio para atender às necessidades da atividade comercial, no sentido de assegurar um fluxo de recursos nas condições apropriadas em termos de custos, prazos e exigibilidade, com isso fundamenta-se o surgimento de regulação em dois princípios:

1. Auxiliar no desenvolvimento econômico, atuando como impulsor de capitais para os investimentos, estimulado gradativamente a poupança e;
2. Permitir e orientar a estrutura de uma sociedade pluralista, com base na economia de mercado, proporcionando a participação de todos de forma ampla nas riquezas e nos resultados que serão gerados pela economia.

3.2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Foi criada em 07/12/1976 pela Lei n. 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Entretanto, as normas que regem o funcionamento deste ente sofreram diversas modificações significativas ao longo do tempo, por exatamente onze¹⁰ novos diplomas. (ROSA, 2012, p. 69).

No ano de 2001, exatamente no dia 31 de outubro, foi criada a Medida Provisória n. 8, que tinha como finalidade fazer as alterações necessárias na Lei de Mercado de Capitais, com o propósito de atualizar a competência e a composição da CVM. Nota-se que duas significantes alterações foram feitas, em relação à atuação da CVM e a outra em relação a sua composição.

Destarte, o art. 5º¹¹ da mencionada Lei sofre alteração, pois trata da atuação da CVM. Esta modificação consagrou a elevação da Comissão à posição de autarquia sob regime especial, ou assim dizendo, atribuí-la de personalidade jurídica e patrimônio próprio, bem como, autoridade administrativa autônoma, inexistência de subordinação hierárquica, mandato e estabilidade determinado por Lei, e independência financeira e orçamentária. (ROSA, 2012, p. 70).

Logo em seguida, deu-se a alteração do art. 6º, que trata da composição administrativa, instituindo que:

¹⁰ Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001; Lei nº 6.422, de 8 de junho de 1977; Lei nº 6.616, de 16 de dezembro de 1978; Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997; Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997; Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001; Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001; Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002; Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 e; Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011.

¹¹Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002).

Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, 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. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002).

Portanto, os seus parágrafos¹² também precisaram acompanhar essa alteração, onde fixaram os mandatos dos dirigentes em cinco anos, adequando a perda do cargo à renúncia, instituiu também a possibilidade de perda do mandato através de processo disciplinar, sentença transitada em julgado, renúncia e morte dos dirigentes.

Mister faz realçar, que esta Medida Provisória n. 8 promoveu relevantes mudanças nas redações originárias dos arts. 5º e 6º da Lei n. 6.385/76, sendo posteriormente transformada na lei n. 10.411/2002, conforme exposto no art. 62, § 7º¹³ da CRFB. Tais mudanças promoveram a CVM a status de autarquia sob regime especial, dotada de independência administrativa, financeira e orçamentária.

Dessa forma, a mencionada Lei inova com mais uma mudança na Lei n. 6.385/76. Quando da instituição da CVM, a administração era composta por um presidente e quatro diretores, passíveis de destituição *ad nutum* pela Presidência da República.

¹² § 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002);

§ 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002);

§ 3º Sem prejuízo do que preveem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002);

§ 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002);

§ 5º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, assumirá o Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002);

§ 6º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

§ 7º A Comissão funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com o seu regimento interno, e no qual serão fixadas as atribuições do Presidente, dos Diretores e do Colegiado. (Incluído pelo Decreto autônomo nº 3.995, de 2001)

¹³ § 7º Prorrogar-se-á uma única vez por igual período a vigência de medida provisória que, no prazo de sessenta dias, contado de sua publicação, não tiver a sua votação encerrada nas duas Casas do Congresso Nacional. (Incluído pela Emenda Constitucional nº 32, de 2001).

Todavia, com as alterações, os mandatos dos dirigentes passaram a ser fixos, sem probabilidade de demissão, redação dada ao art. 6º, da Lei em comento.

Com isso, essa nova mudança no art. 6º, traz a baila as observações contidas na Lei n. 9.986/2000, que dispõe sobre a gestão de recursos das agências reguladoras e dá outras providências.

Nota-se que a Lei n. 10.411/2002, atribuiu a CVM as características inerentes às agências reguladoras do Brasil. Sendo assim, Luís Roberto Barroso (2005, p. 294) afirma que as modificações realizadas colocaram a CVM em um patamar elevadíssimo, pois o seu status foi elevado ao de agência reguladora, tendo em vista as suas características de autonomia e maior grau de independência, conforme entendimento, também compartilhado pelo nobre doutrinador Celso Antônio Bandeira de Mello (2012, p. 158).

A CVM não recebeu a denominação de agência, mas isso não pode desmerecer jamais o seu status, pois a ela foi atribuída personalidade jurídica de direito público, sendo instituída e regulada por Lei exclusiva, com o propósito de disciplinar o mercado de capitais. De acordo com a Lei que a instituiu, a CVM tem por responsabilidade:

Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
Promover a expansão e o funcionamento correto, eficiente e regular do mercado, além de estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob o controle de capitais privados nacionais;
Assegurar e fiscalizar o funcionamento eficiente das bolsas de valores, do mercado de balcão e das bolsas de mercadorias e futuros;
Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informações relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
Evitar ou coibir modalidades de fraude ou de manipulação que criem condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido;
Assegurar o cumprimento de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
Responsável por fazer cumprir a Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei da Sociedade por Ações), em relação aos participantes do mercado de valores mobiliários.
Realizar atividades de credenciamento e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;
Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas e os fundos de investimentos;
Apurar, mediante inquérito administrativo, atos legais e práticas não-equitativas de administradores de companhias aberta e de quaisquer

participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em Lei;
Fiscaliza e disciplinar as atividades dos auditores independentes; consultores e analistas de valores mobiliários. (CVM, 2016).

Nesse mesmo sentido, a Lei n. 6.385/76, em seu art. 1º dispõe das atribuições, onde são disciplinadas e fiscalizadas a CVM, a seguir exposto:

Art. 1o - Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: Redação dada pela Lei 10303/2001 DOU 01/11/2001 pág. Alteração: inclusão: inciso III e V; Renumeração dos demais.
I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
VII - a auditoria das companhias abertas;
VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Além das atribuições já mencionadas, a CVM possui poder normativo (tema a ser abordado no próximo capítulo), através do qual regula o desempenho dos diversificados agentes no mercado, e poder punitivo, através do qual, assegurando o direito de ampla defesa, permite sancionar quem infringe as normas instituídas e publicadas pelo órgão, como também atos praticados fraudulentamente no mercado. Ainda assim, a CVM tem buscado não delimitar as suas atividades ao binômio normatização/punição, procurando com isso manter a capacidade, eficiência e a confiabilidade do mercado de valores mobiliários, fundamental para garantir o desenvolvimento deste.

Para efetivar a sua missão, a CVM compreende que é benefício para o público o bom desempenho do mercado de capitais, cuja existência e desenvolvimento submeter-se-á à confiança que diversos agentes depositam nesse sistema. Dessa maneira, a sua regulação deve gerar um pilar de confiança que possibilite ao detentor da poupança trabalhar no mercado, o qual, quando eficiente, conduz essa poupança para projetos econômicos viáveis e adequados às suas expectativas. No entanto, essa eficiência dependerá do grau de competição que será estabelecido entre os participantes, cabendo à CVM assegurar a competitividade, o que diminui, concomitantemente, a necessidade de regulação.

Dessa forma, um mercado livre é uma pré-condição para a subsistência de um mercado eficiente, onde deve haver liberdade para a atuação das forças motrizes do mercado, e também, o livre acesso às ações e operações que neles se processem. Incumbe à CVM, assegurar um tratamento equitativo a todos os envolvidos no

mercado, precipuamente aqueles que investem em menor quantidade, ou seja, menor poder econômico e capacidade de organização sem, todavia, desvirtuar as características de riscos pertinentes às aplicações no mercado de capitais.

Assim, conforme Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 52), a CVM abarca três relevantes segmentos de mercados: as instituições financeiras, as companhias de capital aberto, das quais os valores mobiliários de emissão deparam-se com a negociação nas bolsas de valores e no mercado de balcão e, os investidores, pois a CVM tem por fundamento atuar de forma a defender os direitos destes.

3.2.1 Natureza da Comissão de Valores Mobiliários como agência reguladora

Eron Bockmann Moreira (2007, p. 5) destaca que a definição de um ente público como “agência” não abarca puramente uma questão de terminologia, mas sim o conceito do tipo jurídico e/ou título competencial retido pelo órgão administrativo, não se tratando, entretanto, de dúvida delimitada ao *nomen juris* da entidade, mas à probabilidade da capacidade de sua ação, limites e conteúdo, entretanto, ele completa afirmando, que a atribuição de um nome de batismo não é o que define a natureza jurídica de um ente. Ademais, há que se considerar não apenas se um ente público é ou não agência, mas também o que é ou pode ser uma agência no direito brasileiro.

Para o mencionado autor ao caracterizar uma pessoa administrativa de agência reguladora, estar-se-ia defendendo a modificação da sua natureza jurídica através de uma extensão de título competencial, trazendo consigo as seguintes competências:

- a) Ausência de vínculo hierárquico formal com a pessoa administrativa central, ou seja, mandato fixo e impossibilidade de exoneração *ad nutum*;
- b) Conjunto de normas que lhe atribuam independência, entendida como poderes e deveres próprios e típicos (indelegáveis, intransponíveis e inderrogáveis), o que exclui o denominado controle tutelar;
- c) Possibilidade de decidir as questões controversas postas à sua apreciação, de ofício ou mediante provocação da parte interessada ou terceiro. (MOREIRA, 2007, p. 6).

Contudo, para ele é inadmissível que se chegue a conclusão de que pessoa administrativa concebida e disciplinada sob regime jurídico anterior às atuais modificações normativas seja involuntariamente adaptada às consequências

jurídicas com previsões reguladas pelas agências reguladoras, pois acredita ser indispensável para tanto, que haja uma previsão normativa integral, nítida e expressa, para que o ente público seja classificado como uma agência reguladora típica, com as qualidades a ela inerentes trazidas à baila acima.

Afirma Egon Bockmann Moreira (2007, p. 8), que a CVM é uma autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, portanto, a sua diretoria e presidente são nomeados respectivamente pelo Presidente da República, podendo ser demissíveis *ad nutum*, nesse mesmo sentido, cita-se os artigos 5º e 6º, § 1º da Lei n. 6.385/76, pois subordinada ao controle do Poder Executivo central, cumprindo as delimitações da Administração direta, seja de forma imediata por acreditar que exista obediência às instruções da Presidência, ou de forma mediata, uma vez que o Conselho Monetário Nacional estabelece a política a ser adotada e controla as atividades da CVM, aduz ainda que possui competência regulamentar, pois estabelece as diretrizes, estatutando e baixando normas, disciplinando, coordenando, regulando, ou seja, exercendo atividade de prescrição de normas regulamentares, além de controlar e fiscalizar as áreas de sua atribuição, podendo aferir irregularidades e estabelecer sanções, cabendo recursos sobre suas decisões, que poderão ser encaminhados para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

O referido autor conclui que é inadequado outorgar à CVM o título de agências reguladoras autônomas, alegando que o elo funcional e gerencial com a Administração direta impede classificá-las de tal forma, indo além ao dispor que nem ao menos é atribuído o nome de agências administrativas e sim um órgão que se submete ao tradicional conceito de descentralização. Ademais, aduz que embora a Lei que a constituiu tenha buscado instrumentalizar as orientações do governo central e conceder agilidade à sua atuação em relação à matéria a ela outorgada, não procurando “o verdadeiro conceito contemporâneo de agências reguladoras”. (MOREIRA, 2007, p. 8-9).

Já para Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 224), o que de verdade representa as agências reguladoras independentes são a competência regulatória e a autonomia reforçada, estando inseridas nesta última as autonomias orgânica e funcional, ao se fazer uma comparação com a autonomia das demais entidades da Administração Pública Indireta, como as outras autarquias, que possuem uma reduzida autonomia.

O aludido autor reconhece que existe uma grande controvérsia doutrinária acerca da inclusão ou não da Comissão de Valores Mobiliários no conceito de agência reguladora independente, mas conclui que apesar do mencionado órgão exercer a regulação do mercado de capitais com proteção de mandato para seus dirigentes, o fato de caber recurso das suas decisões para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro, que é o órgão que integra a Administração Direta, faria com que a sua autonomia funcional restasse deficiente, embora detivesse indubitavelmente a autonomia orgânica, classificando a Comissão de Valores Mobiliários, por esse motivo, como uma entidade similar a agência reguladora independente.

Como restará demonstrado posteriormente, uma das funções atribuídas à Comissão de Valores Mobiliários é a função julgadora, ou seja, trata-se de uma autarquia em regime especial que tem a competência para dirimir conflitos oriundos do mercado de capitais brasileiros, podendo inclusive impor punições aos infratores de normas cujo cumprimento esteja à mercê de sua fiscalização.

Ocorre que o §4º¹⁴ do art. 11 da Lei n. 6.385/1976 que a instituiu, dispõe que das decisões da Comissão de Valores Mobiliários caberá recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ou seja, estariam sujeitas a revisão não apenas do poder judiciário, conforme o art. 5º, XXXV¹⁵ da CRFB/88, mas também do próprio Poder Executivo.

Cumprido, portanto, tecer algumas linhas sobre o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado em 15 de Março de 1985 por intermédio de Decreto n. 91.152, de modo que a ele foi atribuída a competência que anteriormente era do Conselho Monetário Nacional para conjeturar e julgar, nas duas instâncias (1º e 2º grau) na jurisdição administrativa, recursos originários de decisões da Comissão de Valores Mobiliários.

Sua composição está disposta no art. 2º, incisos I ao V do Decreto nº 91.152/1985, que assim preconiza:

Art. 2º. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional será integrado por oito Conselheiros, de reconhecida competência e possuidores

¹⁴ § 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

¹⁵ XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário, lesão ou ameaça a direito;

de conhecimentos especializados em assuntos relativos aos mercados financeiros e de capitais, observada a seguinte composição:

I - um representante do Ministério da Fazenda;

II - um representante do Banco Central do Brasil;

III - representante do Banco Nacional da Habitação;

IV - um representante da Comissão de Valores Mobiliários e;

V - quatro representantes das entidades de classe dos mercados financeiros e de capitais, por estas, indicados em lista tríplice, por solicitação do Ministro da Fazenda.

Assinala-se que, trata-se de um órgão constituído por pessoas que possuem um conhecimento técnico, especializado nas matérias de competência do Conselho. Apesar disso, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 369), afirmam que apesar da composição técnica e paritária do referido Conselho, a CVM é o ente mais especializado para tratar das questões referentes ao mercado de capitais:

o exame da gravidade das penas pode ser realizado com maior conhecimento de causa pela CVM do que pela CRSFN, uma vez que tal autarquia constitui o órgão estatal especializado para a regulação do mercado de capitais, apto, portanto, a realizar um exame mais acurado das eventuais consequências negativas de determinada conduta e da adequação da adequação da medida punitiva cabível.

Cumprе salientar, que além do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional julgar questões pertinentes às decisões da CVM, também julga as questões pertinentes ao mercado financeiro, enquanto que a CVM é especializada apenas no mercado de capitais.

Maria Eduarda Fleck da Rosa, (2012, p. 77) afirma que, de todo modo, isso faz com que haja um distanciamento do caráter final das decisões pronunciadas pela CVM, pelo fato de elas serem suscetíveis de análise por outro órgão do Poder Público, o que de fato, ocasiona uma limitação na autonomia das decisões técnicas da Comissão. O que se questiona a seguir é se essa possibilidade de revisão das decisões manifestadas pela CVM a impediria de ser caracterizada como agência reguladora do mercado de capitais.

Como dito acima, para Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 224), apesar das modificações trazidas pela lei nº 10.411/2002, que conferiu maior reforço da autonomia orgânica da CVM, esse reforço não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, pois sua autonomia funcional continua comprometida pela admissibilidade de recurso administrativo externo contra suas decisões sancionatórias para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Contudo, conforme leciona Celso Antônio Bandeira de Mello (2012, p. 160), a autonomia das autarquias especiais está totalmente conectada a uma questão de intensidade:

Ora, “independência administrativa” ou “autonomia administrativa”, “autonomia financeira”, “autonomia funcional” e “patrimonial e da gestão de recursos humanos” ou de quaisquer outros que lhe pertençam, “autonomia nas suas decisões técnicas”, “ausência de subordinação hierárquica” são elementos intrínsecos à natureza de *toda e qualquer autarquia*, nada acrescentando ao que lhes é inerente. Nisto, pois, não há peculiaridade alguma; o que pode ocorrer é um grau mais ou menos intenso desses caracteres. (grifo do autor).

Ademais, Ruy Cirne Lima (1982, p. 147), dispõe que, muito embora a descentralização completa, ou seja, a concessão de independência a órgãos que não pertencem à administração direta implique que os conteúdos dos atos do agente oriundo da descentralização sejam por ele mesmo estabelecidos e não sejam passíveis de revogação pelo Estado ou Administração Central, pois exatamente essas características são as que habitualmente sobrevêm, não possuindo caráter absoluto. Assim, não seria prudente concluir que apenas uma diminuição na intensidade da autonomia da CVM deságue na perda de seu caráter de autarquia especial, municiada de maior autonomia em relação à Administração Direta, do que as autarquias comuns, ainda mais se forem levadas em conta a consideração, assim como, a garantia de estabilidade de seus dirigentes, que não podem ser exonerados *ad nutum*.

Ressalta-se, que a depender das leis que as criaram, as agências terão um maior ou menor grau de autonomia, sendo dito por Dinorá Adelaide Musetti Grotti (2006, p. 12), que “o Poder Executivo não tem a faculdade de mudar as decisões concretas, nem as normas editadas pelas agências. Seus atos não podem ser revistos ou alterados pelo Poder Executivo, salvo se houver expressa previsão legal para a admissão do recurso hierárquico impróprio”.

Essa ressalva é aplicada no presente caso, uma vez que está disposto na Lei do Mercado de Capitais, de forma expressa, a viabilidade de interposição de recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, das decisões pronunciadas pela CVM. Todavia, segundo Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 80) essa possibilidade de revisão das decisões da CVM através do recurso hierárquico impróprio não possui a capacidade de neutralizar o seu poder normativo, nem o de lhe retirar a posição de agência reguladora.

A aludida autora completa seu raciocínio elucidando que a autonomia das agências tem a função de impedir sua captura por quem está governando no momento, de forma a preservar a agência da ingerência política do chefe do executivo e de seus ministros, assim como do partido político ao qual pertencem, para que se evite o direcionamento político-partidário na atuação do órgão, e a revisão das decisões da CVM pelo CRSFN não acarretaria nessa chamada contaminação política, pelo menos não necessariamente, uma vez que este último órgão é composto por membros que são nomeados por critérios técnicos, fazendo com que a influência política direta do governo sobre o órgão diminuísse consideravelmente. (ROSA, 2012, p. 79-80).

Neste giro, ao Poder Legislativo é atribuído o direito de conferir a posição de agência reguladora para a CVM, visto que o artigo 10-A da lei 6.385/1976, a classifica como agência reguladora, senão vejamos:

Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007).

Fabrizio Tanure (p.5-6), concorda com Egon Bockmann Moreira no que se refere a afirmação de que a simples denominação de uma entidade como autarquia especial não é suficiente para definir esta mesma entidade como agência reguladora, sendo imprescindível o estudo da natureza jurídica do instituto, bem como de seus elementos identificadores. Aduzindo que é possível constatar através de uma análise das leis específicas que criaram as agências reguladoras, que a natureza de autarquia especial atribuída a elas colocam em evidência a ideia implícita de que estas entidades possuem uma liberdade bem maior do que as demais autarquias “já que são dotadas de elementos, tais como: autonomia administrativa, financeira, patrimonial e de gestão de recursos humanos; independência nas suas decisões técnicas e mandato fixo de seus dirigentes, além da ausência de subordinação hierárquica”.

Discorda, porém, da posição de Egon Bockmann Moreira de que diretoria e presidente nomeados pelo Presidente da República podem ser demissíveis *ad nutum*, utilizando como fundamento a nova redação dos artigos 5º e 6º da Lei n. 6.385/76, dada pela Lei n. 10.411/02:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, 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. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) (Regulamento)

§ 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

§ 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002).

Essa nova redação, portanto, retirou a possibilidade de exoneração *ad nutum* da diretoria e do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, que agora somente perderão o mandato em virtude de denúncia, condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. Diante deste novo cenário, Fabrício Tanure (p.6) conclui que a CVM, atualmente possui todos os elementos e características inerentes a uma agência reguladora independente.

Deste modo, para o referido autor, à Comissão de Valores Mobiliários:

deve ser dispensado tratamento equivalente àquele dado às demais agências reguladoras, sobretudo no que diz respeito à expedição de normas reguladoras, uma vez que a nova legislação dotou-a de todas aquelas características inerentes aquelas entidades adaptando-as à nova realidade do mercado de capitais e da própria Administração Pública Federal. (TANURE, p. 6).

Pois assim, compartilha do mesmo entendimento o Sr. Ministro de Estado da Fazenda Pedro Sampaio Malan, quando propôs alteração na Medida Provisória n. 8/2001 acrescentando novos dispositivos a Lei n. 6.385/76 que posteriormente foi convertida na Lei n. 10.411/02, onde aduz que: "Todas as alterações ora propostas dizem respeito a inadiável necessidade de modernizar o órgão regulador do mercado de capitais, como medida de incentivo ao desenvolvimento da economia nacional". (BRASIL, 2001, p. 2).

Destarte, concluímos que a Comissão de Valores Mobiliários detém o status de agência reguladora, com autonomia própria, autoridade administrativa independente, inexistência de subordinação hierárquica, mandato sólido e fixo tendo os seus dirigentes a garantia da estabilidade, e acima de tudo, autonomia financeira e

orçamentária, devendo ser dispensado a ela tratamento equivalente àquele dado às demais agências reguladoras.

3.2.2 Funções da Comissão de Valores Mobiliários

Como dito alhures, a lei 6.385/1976 dispõe sobre o mercado de valores e cria a Comissão de Valores Mobiliários, a qual no seu capítulo II estabelece a natureza jurídica, sua composição e sua competência.

Já resta consolidado que a CVM é uma autarquia sob regime especial, tendo status de agência reguladora. Ademais, já vimos que o seu colegiado é composto por um Presidente e quatro diretores, os quais são nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, cuja perda de mandato somente se dará mediante renúncia, condenação judicial ou processo administrativo disciplinar.

No que refere-se à competência, as hipóteses encontram previsão legal nos incisos do artigo 8º da Lei ora mencionada:

Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Segundo Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 94) a CVM possui precipuamente as funções: fiscalizadora, julgadora, de registro, consultiva ou de orientação, sancionadora, de fomento e normativa.

Sendo a função fiscalizadora, aquela que consiste no dever de proporcionar o fiel cumprimento das normas jurídicas inerentes ao mercado de capitais, onde encontra a sua previsão legal disposta na primeira parte do artigo 8º, inciso III, da Lei de Mercado de Capitais, tendo como função a necessidade de evitar que cause danos

ao mercado de capitais de forma a salvaguardar o interesse coletivo e de seus agentes.

Para que ocorra essa interferência na seara privada foi atribuído ao referido órgão regulador o poder de polícia administrativa, como forma de a Comissão dar executoriedade às normas relacionadas ao mercado de capitais. O artigo 9º da Lei n. 6.385/76 traz exemplos desse poder de polícia administrativa na medida em que estabelece que a CVM poderá: a) examinar e extrair cópias 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 (inciso I); b) intimar pessoas para prestação de esclarecimentos ou informações (inciso II); c) requisitar informações a órgãos públicos (inciso III); d) determinar às companhias a republicação de demonstrações financeiras, relatórios ou informações (inciso IV); e) apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas equitativas de seus membros (inciso V); e) aplicar aos autores das infrações as penalidades impostas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade penal e civil (inciso VI).

Já a função julgadora refere-se à atribuição concedida à CVM para resolver conflitos entre o próprio órgão regulador, através de seus procuradores, e os agentes privados, competindo a ela julgar e efetivamente punir as irregularidades praticadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, podendo dar início a inquérito administrativo quando houver suspeita de alguma irregularidade, podendo recolher informações, tomar depoimentos e agrupar provas a fim de detectar quem é o responsável pela prática de atos ilegais dentro da sua área de sua competência, sendo respeitando o amplo direito de defesa.

A função de registro se consubstancia no armazenamento de informações consideradas de extrema necessidade para que o investidor faça as suas escolhas de forma consciente, tendo o seu fundamento no *disclosure*, que é um dos elementos fundamentais da regulação do mercado de capitais uma vez que garante ao mercado amplo acesso a informação. Esta função é importante, pois a Lei determina em vários casos que o registro é imprescindível para que os agentes possam exercer alguns direitos, por exemplo, é obrigatório o prévio registro junto à autarquia no caso de emissão pública de valores mobiliários, conforme o artigo 19 da Lei n. 6.385/76, ademais o artigo 21 da mesma lei dispõe que é necessário o

registro para que haja negociação na bolsa, assim como no mercado de balcão, seja ele organizado ou não. Somente podendo ser negociados na bolsa e no mercado de balcão os valores mobiliários emitidos pelas companhias devidamente registradas. A necessidade de registro também pode ser observada na Lei n. 6.404/76 (Lei das sociedades anônimas) que estabelece que apenas as companhias registradas na CVM poderá ter os seus valores mobiliários negociados no mercado.

Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 96) salienta que a não observância deste sistema de registro, ou seja, a realização de distribuição pública de valores mobiliários sem o prévio registro perante o órgão regulador ora estudado pode gerar graves consequências, no âmbito da CVM haverá a suspensão ou cancelamento desta emissão; da emissão que apesar de ter sido registrada tenha sido julgada ilegal ou fraudulenta; nos casos em que a oferta, promoção ou o anúncio de valores esteja sendo feito em condições diversas daquelas constantes no registro ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas.

Há também a função consultiva ou de orientação, com previsão legal no art. 13¹⁶, da Lei n. 6.385/76, portanto, ela se dá mediante manifestações de percepção enunciadas de ofício ou a pedido dos interessados, manifestações essas que auxiliam por busca de fiscalizações, particularmente quando anteviam a prática de procedimentos societários. Adiante, o art. 31¹⁷ da mencionada Lei, estabelece que a CVM poderá ser chamada a fazer parte em ações judiciais em matéria que verse sobre a sua competência, podendo ofertar pareceres ou também prestar esclarecimentos.

Existe também a função sancionadora, aquela que encontra esteio na Lei n. 6.385/76, propriamente no art. 11, atribuindo a CVM o direito de aplicar as penalidades previstas na Lei, sendo que, poderá criar as suas normas, fiscalizando de forma correta, cabendo impor sanções em caso de desobediência. Dentre as sanções que a CVM poderá aplicar aos transgressores da legislação inerente ao

¹⁶ Art . 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.

¹⁷ Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação. (Incluído pela Lei nº 6.616, de 16.12.1978)

mercado de capitais estão aquelas previstas nos incisos do art. 11, ora mencionado, a seguir destacadas:

Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997).

A função de fomento tem respaldo jurídico no art. 4º, dos incisos I e II¹⁸, da Lei n. 6.385/76, pois possibilita o acolhimento de medidas que rastreiam o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais, com a finalidade incentivar e promover a sua expansão, assim como o seu funcionamento de forma regular e eficiente. Trata-se de ações de ordem institucional, que tem por objetivo divulgar práticas benéficas entre os seus colaboradores, além do mais impulsionará o fomento de investimentos no mercado de capitais. Como exemplo desse tipo de função, podemos destacar: atendimento ao público com intuito de informação e, programas de educação voltados para desenvolvimentos de artigos e monografias sobre o tema abordado, assim como os convênios feitos com as universidades.

Por fim, a função normativa tem previsão na Lei n. 6.385/76, pois trata-se da função normativa da CVM, que consiste na responsabilidade da autarquia em promover

¹⁸ Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

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

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

orientação sobre o comportamento no mercado de capitais, através de publicações de normas jurídicas factuais.

No inciso I, do art. 8º¹⁹ da mencionada Lei, encontra-se um exemplo claro da competência da CVM, com a finalidade de regulamentar as matérias explicitamente previstas nesta Lei, assim como na Lei que trata das Sociedades Anônimas.

Além do mais, no art. 21-A²⁰ da Lei em comento, encontramos explicitamente a função normativa conferida a CVM, pois a mesma tem competência para promulgar normas relativas à natureza e regularidade das informações a serem difundidas por aquele que tem acesso à informação correta e substancial.

Conforme previsto na Deliberação CVM n.1, de 23 de fevereiro de 1978, os atos transmitidos pelas Comissões de Valores Mobiliários no âmbito da sua competência são classificados em sete espécies, os quais serão arrolados abaixo.

- 1- Pareceres de Orientação - através dos quais a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da Lei n. 6.385/1976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe à CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis n.s. 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais.
- 2- Pareceres - através dos quais a CVM, igualmente nos termos do referido art. 13 da Lei n. 6.385/76, responderá a consultas específicas que lhe vierem a ser formuladas por agentes do mercado e investidores sempre sobre matéria que cabe à CVM regular.
- 3- Nota Explicativa - para tornar público os motivos que levaram a CVM a propor ao Conselho Monetário Nacional matéria, objeto de sua decisão, e também, as razões pelas quais o Colegiado da CVM aprovou determinada Instrução.
- 4- Portaria - para consubstanciar os atos que envolvam os aspectos de administração de pessoal da CVM.

¹⁹ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

²⁰ Art. 21-A. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante. (Artigo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

- 5- Ato Declaratório - para consubstanciar os atos através dos quais a CVM declarará a existência de um direito, face ao seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividades.
- 6- Deliberação - para consubstanciar todos os atos do Colegiado que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno.
- 7- Instrução - para consubstanciar os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no inciso I, do art. 8º, da Lei n. 6.385, de 07-12-1976 (Lei que dispõe sobre o Mercado de valores Mobiliários e cria a CVM) regulamentará as matérias expressamente previstas naquela Lei e na Lei n. 6.404, de 15-12-76 (Lei das Sociedades por Ações).

Conclui-se que é por meio da função normativa que a CVM regula a atuação dos agentes do mercado, mediante a regulamentação de leis e de eventual fiscalização. A autarquia determinou que as companhias abertas e todos aqueles que participam do mercado de capitais sejam obrigados a prestar esclarecimentos e informações atuais sobre suas atividades, tendo em vista o princípio do *full disclosure* (transparência) para que os investidores possam escolher com mais segurança em quais empresas investir.

4 O PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme abordado previamente, a Comissão de Valores Mobiliários constitui ente estatal incumbido de regular o mercado de capitais, portanto, a regulação deste mercado se dá mediante normas jurídicas, competindo à CVM elaborar e aplicar, de forma disciplinada a conduta dos envolvidos que fazem parte deste núcleo específico de atuação.

Entretanto, o objeto de estudo é analisar o poder normativo da CVM como ente responsável por criar normas jurídicas. Sendo assim, Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 85) compreende como poder normativo a competência da CVM de formular normas, sejam elas concretas, abstratas, individuais ou gerais. Nesta percepção, é o poder normativo que a ela concede competência para, por exemplo, redigir/publicar instruções.

A função normativa é exercida de forma contínua pela CVM, que já redigiu/publicou diversificadas instruções normativas, com o objetivo de regulamentar diferentes aspectos referentes às sociedades anônimas de capital aberto e ao mercado de valores mobiliários, tendo como exemplo a Instrução CVM n. 567, de 15 de setembro de 2015, que dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados entre outros aspectos.

Ainda assim, o exercício da sua competência é uma questão incessantemente criticada pelos operadores do Direito. Mas pontualmente, pela necessidade de saber qual a abrangência dos atos regulamentares publicados/editados pela CVM e se contemplam deveres, responsabilidades ou limitações a direitos dos administrados.

No mesmo sentido, esclarece Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 83) que a competência jurídica na Administração Pública sugere um “dever e um poder de fazer algo”. Mas ainda, na qualidade de poder jurídico, explica Tércio Ferraz Júnior (1990, p. 158) a competência pode ser compreendida, como a faculdade juridicamente determinada de elaborar normas jurídicas (ou efeitos jurídicos) por intermédio e de acordo com certos enunciados. Já no que se refere à competência da CVM, determina-se que a norma jurídica significa todo e qualquer controle emitido por autoridade competente, sejam as decisões prolatadas pela Comissão de

Valores Mobiliários, os termos de compromissos acordados, as instruções editadas/publicadas, e assim por diante. (ROSA, 2012, p. 103).

Assim, a CVM é uma autarquia com competência híbrida, que significa competência conferida a CVM com poder para regulamentar matérias predeterminadas, e poder para regular os demais atos. Nesse diapasão, a supracitada autora esclarece que essa competência se divide da seguinte maneira: competência regulamentar, ou seja, a autarquia estaria restrita às condições renunciadas especialmente nas Leis n. 6.385/76 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários) e 6.404/76 (que dispõe sobre as Sociedades por ações). Quando se trata de competência suplementar da CVM, o setor específico do mercado de capitais regula conforme o objetivo fundamental do órgão e com base na CRFB/88 e nas leis n. 6.385/76 e 6.404/76. Portanto, no que as leis dispuserem, somente poderá a CVM regulamentá-la, por outro lado, naquilo que as leis omitirem, a CVM regula a conduta do agente. (ROSA, 2012, p. 108).

A previsão da competência suplementar encontra-se consolidada no Título III, da CRFB/88, que dispõe sobre a organização do Estado. Refere-se a competência atribuída aos Estados, aos Municípios e ao Distrito Federal a possibilidade de complementar os princípios e as normas gerais ou de suprir a falha destes, nas disposições dos §§ 2º e 3º do art. 24²¹, e no inciso II do art. 30²².

O argumento comum é que enquanto ao Poder Legislativo cumpre instituir leis, ao Poder Executivo cabe apenas aplicá-las. Conforme Maria Eduarda Fleck de Rosa (2012, p. 108):

A falácia desse argumento reside no fato de que a aplicação requer criação de normas, não sendo possível uma coisa sem a outra. Quando o aplicador, seja o agente administrativo, seja o juiz, aplica a regra abstrata e geral, o faz por intermédio de uma regra concreta e individual.

Conforme a supracitada autora, o que se quer dizer é que a competência indica a probabilidade de criar normas jurídicas, que pode derivar-se de diferentes fontes:

²¹ Art. 24. Compete à União, aos Estados e ao Distrito Federal legislar concorrentemente sobre:
§ 2º A competência da União para legislar sobre normas gerais não exclui a competência suplementar dos Estados.

§ 3º Inexistindo lei federal sobre normas gerais, os Estados exercerão a competência legislativa plena, para atender a suas peculiaridades.

²² Art. 30. Compete aos Municípios:

II - suplementar a legislação federal e a estadual no que couber;

Poder Legislativo, Poder Executivo, Poder Judiciário, Agências reguladoras, e também do próprio particular. “Cada uma dessas fontes tem a capacidade de criar normas apenas porque o sistema jurídico as autoriza a tanto”. Portanto, é no sistema que se devem averiguar as regras que prenunciam as competências normativas e que outorgam o seu exercício.

A função da competência regulamentar diante dos preceitos legais já mencionados é ratificar regras abstratas e reais, assim como concretas e individuais que concedam margens compreensíveis de certeza e segurança jurídica aos agentes e investidores no mercado. Nesse seguimento, ao órgão regulador concerne aplicar e adequar as normas legais aos casos concretos, que de acordo com Luiz Gastão Paes de Barros Leães (2004, p. 13-14) são:

A chamada polícia de mercado vem se desenvolvendo, através da habilitação por lei de um determinado órgão para agir, mediante atos e regulamentos, num determinado segmento da atividade privada. Estes, os regulamentos, apenas desenvolveriam o *conteúdo*, já previsto na Lei, de normas disciplinadoras das relações entre particulares, sobre dispor sobre o modo de atuação das autoridades administrativas; aqueles os atos, interviriam *in concreto*, condicionado a conduta privada no sentido do interesse geral. Mas sempre pressupondo *uma lei* que estabeleça os parâmetros dessa ação e propicie a habilitação do agente público. Lei essa, advirta-se, que revela aspectos originais, na medida em que os dispositivos constituem verdadeira “norma em branco”, cujo conteúdo deverá ser preenchido pela entidade habilitada – e é fruto de uma técnica legislativa nova que se generaliza no direito econômico (chamada de *fill-up details doctrine* no direito anglo-americano). É por exemplo, a técnica adotada pela legislação de mercado de capitais, em nosso país, instaurada pelas Leis n. 4.595/64 (dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências) e 4.728/65 (disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento).

Destarte, ainda que qualquer instrumento, abarcando nele as concepções jurídicas tenham diversos graus de determinação ou indeterminação, o regulamentador jamais poderá transcender as determinações contidas nas Leis, mesmo que sejam obscuras, ou seja, se a Lei contém disposição de proibição de deliberada conduta, o órgão executivo jamais sob pretexto de regulamentá-lo poderá dispor contrariamente ou contraditoriamente. (ROSA, 2012, p. 106).

A função da competência suplementar expressa o poder de elaborar normas que desdobrem o conteúdo de princípios ou normas gerais ou que preencham a ausência ou supressão destas. (SILVA, 2014, p. 456). Em resumo, afirma Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, 1005) é competência cujo objetivo é incorporar as

falhas ou lacunas do sistema normativo, quando existir situações que exigem decisões jurídicas e faltam normas postas para tanto.

Portanto neste momento, faz-se necessário o estudo das normas, pois através das suas espécies vislumbram-se a incidência do poder normativo em diversificadas formas de atuação da CVM. Classificam-se em duas as suas espécies: os princípios e regras jurídicas, onde há muitas distinções que serão mencionadas.

Com o objetivo de refutar aos argumentos do positivismo, Dworkin faz uma diferenciação entre regras e princípios para justamente demonstrar que existem padrões a serem utilizados pelos juízes e juristas que não são regras, mas têm grande relevância no momento de decidir, particularmente em casos conflitantes e difíceis.

As regras são normas positivadas, escritas formalmente, que determinam direitos e obrigações, portanto não tem a mesma dimensão dos princípios “se duas regras entram em conflito, uma delas não pode ser válida”. (DWORKIN, 2007, p. 43). Para dirimir os problemas de colisão entre regras, o direito positivo pode criar “exceções ou critérios que permitam decidir qual das regras é inválida – como as regras de aplicação da lei no tempo e no espaço”. (SIMIONI, 2014, p. 334). As regras também estipulam condições para a sua aplicação, enquanto os princípios apenas guiam a argumentação jurídica a tomar certa direção.

Já os princípios são aqueles que abarcam todos os demais padrões não sendo regras, como por exemplos, os padrões de moralidade, de equidade e política. Os princípios tem sua relevância ao determinar se uma regra é ou não clara ou então quando não existem regras suficientes para solucionar um caso, dessa maneira, os princípios serão um norte que guiarão os juízes para um caminho ou outro. (DWORKIN, 2007, p. 43).

As regras jurídicas são comandos que orientam condutas, cuida-se de mandamentos que regulam comportamentos individuais em face do sistema jurídico, através de sua estrutura implicacional e modais deônticos de “obrigação, proibição e permissão”. (VILANOVA, 2010, p. 73). Já os princípios de acordo com Miguel Reale (2001, p. 300) “são enunciações normativas de valor genérico, que condicionam e orientam a compreensão do ordenamento jurídico, a aplicação e integração ou mesmo para a elaboração de novas normas”.

Quanto a objetividade da norma jurídica ou a compreensão do texto normativo, as regras são objetivas ou ao menos buscam ser, portanto são vistas como o tudo ou nada, já os princípios dispõem de carga subjetiva, referindo-se a fins que geralmente não são alcançados, e a sua prática se dá na proporção em que os seus objetivos são susceptíveis de efetivações ou cumprimentos. (ROSA, 2012, p.85).

Quanto a estrutura normativa, as regras dispõem de uma formulação implicacional, conforme dispõe o art. 27-D²³, da Lei n. 6.385/76. A manifestação dos princípios se dá por meio de comandos *prime facie*, pois indicam os valores legais a serem seguidos, no entanto a sua estrutura é mais simples que as regras, conforme entendimento da nobre autora acima mencionada.

Nesse sentido, trazemos à baila os ensinamentos de Lourival Vilanova (2010, p. 107), explicando que a estrutura lógica implicacional das regras são instituídas por um antecedente e por um conseqüente. Sendo que, o antecedente pode estabelecer condutas no mundo fenomenológico, pois trata-se de uma suposição de incidência, bem como, descrever fatos já acontecidos, trata-se de fatos jurídicos. O conseqüente, por sua vez, determina a relação jurídica, que pode possuir os sujeitos indeterminados, como também identificados, por caráter hipotético da regra. Vislumbra-se, que a estrutura lógica da regra será permanentemente implicacional, pois através dela que uma presunção de fato será anexada à competência.

Quanto à função, as regras têm função principal de estruturar, precisamente, as ações individuais de cada ser humano, sejam através de regras sociais, éticas, morais ou jurídicas. Já os princípios têm a função de atuar como intermediários na construção de sistemas. Lourival Vilanova (2010, p. 77) afirma que as regras têm a função concretamente de definir condutas, diversificando-as em “proibidas, obrigatórias e permitidas”, com a finalidade de atingir ou salvaguardar valores

²³ Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

socialmente aceitáveis, os princípios são normas com altíssima carga axiológica, ou seja, valores morais convertidos normativamente em jurídicos pelos legisladores.

De acordo com Norberto Bobbio (2007, 160), quanto a estrutura as regras podem ser identificadas como: concreta e individual; abstrata e individual; concreta e geral e; abstrata e geral.

Concreta e individual é aquela que possui em seu antecedente fato que já aconteceram, e em seu conseqüente, sujeitos devidamente mencionados. Corroborando, explica Norberto Bobbio (2007, 161) que uma regra concreta e individual pode ser uma sentença prolatada por um juiz, pois o mesmo pode condenar um indivíduo a ressarcir perdas e danos a outrem. Como exemplo e trazendo para o estudo em comento, o colegiado da CVM, no desempenho de sua competência prenunciada na Lei n. Lei n. 6.385/76, art. 9º, inciso VI²⁴, delibera a aplicabilidade da pena conjecturada no art. 11, inciso II²⁵ da mencionada Lei, assim penaliza a parte a pagar multa, portanto, isso é o resultado de uma decisão pautada em regras concretas e individuais.

Já a regra abstrata e individual prenuncia conjunturas de possível ocorrência no seu antecedente, na medida que em seu conseqüente os sujeitos da relação jurídica são perfeitamente localizados e identificados. Como exemplos, identificamos os contratos de direitos e deveres pactuados entre sujeitos. Portanto a Lei n. 6.385/76 traz em seu bojo também exemplificação desse tipo de regra, onde claramente o art. 10²⁶, dispõe que a CVM poderá firmar convênio com outros órgãos que regulam o mercado de capitais de outros países.

De acordo com Norberto Bobbio (2007, p.165), as regras concretas e gerais são aquelas que abarcam fatos jurídicos em seus relatos através do ocorrido no mundo

²⁴Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001).

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

²⁵ Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

II - multa;

²⁶Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007).

real, pois em seu conseqüente existe uma classe de sujeitos de direito e não pessoas físicas ou jurídicas estipuladas. Exemplificando, as Leis que determinam indenização para sujeitos que são perseguidos pelo governo militar brasileiro. Também, a regra contém um fato concreto que são fatos ocorridos em regime de exceção, como conseqüência terão que indenizar todos aqueles que legitimar e comprovar a condição de ex-perseguidos e atualmente indenizáveis do Estado.

Enfim, as regras abstratas e gerais, conjecturam situações prováveis de ocorrência em seu antecedente, a medida que em seu conseqüente os sujeitos envolvidos na relação jurídica encontram-se indefinidos. No contexto da Lei n. 6.385/76, art. 22, no § 1º do inciso I²⁷, encontra um exemplo claro, através de sua competência ao editar a Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009, trazida no item 13 do anexo 24, pois trata-se do formulário de referência onde as empresas de capital aberto prestam informações sobre suas atividades operacionais, sua estrutura de governança e de controle e políticas de gestão de riscos e remunerações, dentre outros dados que a CVM achar necessários para análises.

Ratificando o que já foi mencionado anteriormente às normas através de suas espécies demonstra que o poder normativo está constantemente presente nas diversificadas formas de atuação da CVM, conforme já confirmado, mas ainda constitui um dos assuntos mais criticados pelos doutrinadores, pois existe a necessidade de saber qual o alcance dos atos regulamentares editados/publicados por ente considerado autarquia especial autônoma.

De modo efetivo, ainda se percebe as vozes da corrente tradicionalista e restritiva da manifestação regulamentar do Poder Executivo, disposto no art. 84, inciso IV da CRFB/88²⁸. Pois, de acordo com a visão tradicionalista, cabe exclusivamente ao Presidente da República editar regulamento. Continua sendo um entendimento constante na seara jurídica, mas não é pacificado. Sendo assim, Marcelo Alexandrino e Vicente Paulo (2010, p. 582) ensinam que: “o denominado Poder

²⁷Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

²⁸ Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República:

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

Regulamentar, em sentido estrito, consubstancia-se na prerrogativa, que tem o chefe do Poder Executivo, para a edição de decretos e regulamentos, normas gerais e abstratas infralegais”. Por essa lógica, as instruções normativas devem ser instrumentos utilizados exclusivamente como instrumento de veiculação para o particular sem alterar a ordem pública.

Em oposição a este posicionamento, segundo Leila Cuéllar, citada por Marcelo Alexandrino e Vicente Paulo (2003, p. 117) preceitua que a competência regulamentar é precipuamente atribuição do Presidente da República, entretanto, não é exclusiva dele. Posto isto, é possível mediante previsão legal, que a regulamentação seja feita por outros entes, como as autarquias em regime especial. Deixando claro que o exercício das atividades atribuídas ao Presidente da República não é exclusiva, como resulta o art. 84, inciso IV da CRFB/88. Nesse mesmo sentido explica San Tiago Dantas, citado por Egon Bockmann Moreira (2007, p. 8) que:

O poder de baixar regulamentos, isto é, de estatuir normas jurídicas hierarquicamente inferiores e subordinadas à lei, mas que nem por isso deixam de reger coercitivamente as relações sociais, é uma atribuição constitucional do Presidente da República, mas a própria lei pode conferi-la, em assuntos determinados, a um órgão da Administração Pública ou a uma dessas entidades autônomas que são as autarquias. Não só a elaboração de regulamentos, mas a própria atividade legislativa, não se acha hoje enclausurada na competência de um só órgão do governo, mas se desloca, por força da delegação de poderes, para outros órgãos eventualmente mais aptos por se acharem com contato imediato com a matéria regulada, ou disporem de maior poder de decisão.

O Chefe do Executivo é titular de competência constitucional para promulgar decretos, regulamentos e instruções para o fiel cumprimento das Leis, mas tal previsão não é exaustiva e supressora de outros títulos competenciais, detido pelas demais entidades da Administração Pública. Cada qual possui, dentro de seu domínio de atuação e na proporção de sua competência a si conferida, probabilidade de efluir regulamentos. (MOREIRA, 1999, p. 143). Portanto, a CVM é prova disso, pois através da edição da Lei n. 6.385/76, foram atribuídos inúmeros poderes dentre ele o poder normativo, onde encontra respaldo no art. 174²⁹ da CRFB/88, como também em Leis específicas, cujo cumprimento é delegado ao regulador do mercado mobiliário fiscalizar.

²⁹ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

De modo independente as diversificadas e específicas previsões legais de edição/publicação de regulamentos pela CVM, Egon Bockmann Moreira (1999, p. 143) afirma que existe uma genérica e significativa disposição legal que comprova bem a higidez e a relevância da atribuição da autarquia de editar/publicar atos regulamentares e normativos. Trata-se da presunção de que pertence a CVM regulamentar, observando a política estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias explicitamente dispostas nas Leis n. 6.385/76 e 6.404/76, alterada pela Lei nº 11.638/2007.

Na direção de tudo que já foi exposto e no plano dos atos editados/publicados pela própria CVM, enfatiza-se o que preconiza a Deliberação CVM n 01/78, onde conforme tal ato, as instruções da CVM consolidam por meio de “atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no inciso I do art. 8º da Lei n. 6.385, de 07-12-1976 (Lei que dispõe sobre o Mercado de valores Mobiliários e cria a CVM) regulamentará as matérias expressamente previstas naquela Lei e na Lei n. 6.404, de 15-12-76 (Lei das Sociedades por Ações)”. (CVM, 1978, p. 1).

Completando, esclarece que a regularidade do exercício de jurisdição regulamentar da CVM, encontra amparo no voto do Conselho de Mercado Nacional (CMN n. 426/78 aprovado no dia 21/12/78), onde trata da “Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios”, que dispõe:

A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção do desenvolvimento do País.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado. (CVM, 1978, p. 3).

Certifica-se, que o enérgico e *sui generis* setor econômico regulado pela CVM não pode abster-se de uma regulação que o aproxime dos eventos que nele sobrevém. Portanto, as ocorrências deste mercado, indubitavelmente não poderão se adequar e ser amparado por meios de procedimentos emanados exclusivamente pelo Chefe do Poder Executivo.

Data vênica, de modo efetivo não faz nenhum sentido o Presidente da República se ocupar diretamente de questões envolvendo a CVM, isso é incoerente e insensato,

uma vez que sua natureza é de entidade autárquica em regime especial. Corroborando, Sérgio Ferraz (1977, p. 107) explica que a CVM é um autarquia em regime especial, dotada de autonomia e independência, sendo que os regulamentos, normas, regras e preceitos emanados por estes entes são configurados atos administrativos, de caráter normativo. Sendo assim, confirma-se o que já foi mencionado no item 2.4, que o poder normativo das agências reguladoras, agora se tratando da CVM, possui função regulamentar, aplicado por meio de ato administrativo, o qual deverá observar os princípios que regem a Administração Pública.

4.1 OS LIMITES AO PODER NORMATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Como já resta sedimentada a noção de que as normas através de suas espécies são oriundas do poder normativo, de que os atos emanados pelos entes autárquicos não podem ser interpretados de forma irrestrita e admitindo-se a função regulamentar da CVM, cabe agora averiguar se existem limites para essa atuação.

Como forma clara de que existem limites acerca das normas emanadas pelas agências reguladoras, a doutrina, em especial Marcelo Figueiredo (2005, p. 183) traz duas classificações importantes, pois através delas verificam-se os limites atribuídos ao Poder Normativo da CVM, quais são:

A forma de complementação normativa da Lei, “ocorre nos casos em que não há qualquer tratamento, por parte do legislador, em relação ao direito material, delegando-se integralmente, o disciplinamento do preceito ao Poder Normativo da Agência Reguladora”. (FIGUEIREDO, 2005, 184).

Nesse modo específico de atuação os atos normativos terão uma maior abrangência quando tratarem da matéria, tendo dessa forma os seus limites difundidos. Como exemplo claro dessa forma de poder normativo, a Lei n. 6.385/76, que dispõe sobre o Mercado de valores Mobiliários e cria a CVM, através da instituição da Deliberação CVM n. 734/2015, delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos

de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses específica.

A forma de suplementação normativa da Lei, ocorre quando o direito material já está consolidado pelo legislador na própria lei que a instituiu, cabendo à agência reguladora apenas determinar as regras de composição do preceito legal. Portanto, nesses casos, as agências não detém muita liberdade normativa, devendo limitar-se apenas as particularidades a ela conferidas para regulamentar. O art. 16, da Lei n. 6.385/76, é exemplo cristalino da suplementação normativa, onde dispõe:

Art.16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:

I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);

II - compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II);

III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

IV - compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa.

Já Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p.104), prefere tratar o limite do poder normativo da CVM através da competência regulamentadora e competência suplementar, afirmando que a competência regulamentadora limita-se a explicar as normas legais, dando-lhe eficácia.

Conforme a mesma autora, não se pode contradizer, que por mais limitada que essa competência possa demonstrar, sempre existirá limites de maior ou menor discricionariedade ao órgão, da mesma maneira que será indispensável a constituição de novas normas que aclarem os preceitos legais. Portanto, hodiernas normas culminarão por prejudicar, de alguma maneira, a natureza semântica dos dispositivos legais. Exemplificado, o que dispõe a Lei n. 6.385/76, no art. 4º, exercício e desempenho eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão, além de práticas comerciais equitativas direcionadas ao mercado de valores mobiliários.

Em relação à competência suplementar, traz a baila o que ensina José Afonso da Silva (2014, p. 457), que esta sugere o poder de criar normas que fragmentem o conteúdo de princípios ou regras gerais ou que complementem a ausência ou omissão destas. Pois bem, trata-se da competência que integra falhas e lacunas no sistema normativo. Sendo que, as lacunas se dão, em face de um caso concreto,

onde o juiz não encontra preceitos legais para embasar as suas decisões, nesse caso o mesmo não poderá abster-se de julgar, pois existem direitos e deveres em jogo. Transcendendo o tema para a competência reguladora da CVM, verifica-se que a composição faz-se necessário não somente em casos concretos, mais de igual forma para suprir caos por inovações trazidas pelo mercado, portanto sua ação integradora é normatizada tanto na função normatiza quanto na função regulamentar exercida pelas agências. (ROSA, 2012, p. 106-107).

O art. 8º, inciso I da Lei n. 6.385/76, dispõe sobre o que compete a CVM “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de sociedades por ações”, neste caso, contemplam-se os limites da função normativa da autarquia, que deverão ser analisados pela CVM ao efetivar com o controle explicitado na Lei. Esta limitação pode ser analisada em duas esferas.

Quanto ao limite material, são aquelas restrições impostas no contexto de atuação do poder normativo da autarquia, isto é, a CVM, ao exercitar a função normativa regulamentar, estará limitado às matérias previstas nas Leis n. 6.385/76 e 6.404/76. (ROSA, 2012, p. 109).

Quanto ao limite de cunho formal, Eros Roberto Grau (1996, p. 187) o define de regulamento de execução, pois o conteúdo desta norma sempre será a evolução da Lei, com a inferência dos comandos nela factualmente abrigados. Sendo assim, Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 109), afirma que “por poder normativo regulamentar da CVM, compreendemos sua competência para emitir comandos complementares, a fim de explicitar e operacionalizar os direitos e deveres veiculados nas Leis n. 6.385/76 e 6.404/76”. Nesse mesmo sentido, compete a CVM prescrever regras de execuções, cujo objetivo é promover o fiel cumprimento e aplicação dos comandos das mencionadas Leis, limitando-se exclusivamente a emitir regulamentos executivos, a fim de dar fiel execução às matérias explicitamente dispostas nos mencionados diplomas legais.

Entretanto, por atuar em sede de delegação legislativa, a CVM tem a sua atuação limitada, corroborando, explica Bolívar Rocha (1986, p.46), consentir a delegação de poderes do Legislativo ao Executivo não significa atestar que essa delegação poderá dar-se de maneira absoluta, sem limites ou regras a seguir. Prova disso, é

que no direito americano é totalmente possível encontrar manifestações favoráveis à existência dessas limitações, como explica Egon Bockman Moreira (1999, p. 149):

A delegação de poderes normativos por parte do Poder Legislativo estadunidense deve obedecer à doutrina do 'meaning full standards' ou 'intelligible principle' – o conteúdo de tais atribuições deve ser o mais claro e compreensível, inclusive a fim de possibilitar controle *a priori e a posteriori*.

Nesse diapasão, não deve jamais se ter dúvida quanto a limitação imposta ao poder normativo da CVM no Brasil, restando, tão somente acentuar que toda a estrutura de atuação ofertada pela Lei, deverão os atos emitidos pelo órgão regulador buscar seu parâmetro de validade nas normas hierarquicamente superior, principalmente na Carta Magna, não podendo jamais adentrar a competência de outros órgãos reguladores. Isto propiciará averiguar se a atuação do Poder Executivo está em concordância com os fundamentos delineados pelo legislador ou se apenas se constitui em ato ilegal dos administradores. Como fundamento doutrinário, Diogo de Figueiredo Moreira Neto (2000, p. 167-168) trata a atuação normativa das agências reguladoras de limitações de ordem externa, estabelecendo que:

São limitações de ordem externa as mesmas que submetem qualquer ato normativo, legislativo ou não a um determinado sistema jurídico, ou seja: a norma sob exame se deve conter e se harmonizar, respectivamente, com o Direito vigente supraordinado e com o equiordinado.

Isso significa que ao direito supraordinado não deve a norma reguladora produzida pela agência autônoma, opor qualquer contraditoriedade, pois, por ser aquele de maior hierarquia, sempre prevalecerá, com prejuízo da validade da norma infraordinada que lhe for ilegalmente oposta, no caso, com abuso de poder.

Tampouco ao direito equiordinado, conformado pelas normas de igual hierarquia normativa, não pode a norma reguladora produzida pela agência autônoma opor-se, pois se cada uma dessas normas paralelas deriva sua validade de fundamentos legislativos distintos, todos presumidamente válidos, presume-se, também que devam harmonizar-se reciprocamente, sem invasão de poder de uma sobre a outra.

Por fim, trataremos nos próximos itens dos limites legais e dos os princípios que regem a Administração Pública, insculpidos no art. 37, da CRFB/88³⁰, como critérios indicados pela doutrina e que devem limitar a atuação normativa da CVM.

4.1.1 Limites legais

³⁰ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência [...].

Considerando tudo que já foi exposto até aqui, conclui-se que os conteúdos tratados pelas Leis n. 6.385/76 e n. 6.407/76, limita a CVM apenas a regulamentá-las, não podendo em hipótese alguma crescer, ampliar, reduzir, restringir, desenvolver ou criar novas hipóteses normativas. Como exemplo claro, o art. 8º, inciso I da Lei n. 6.385/76, dispõe que a CVM só poderá regulamentar as matérias preunciadas em seu corpo, bem como as previstas na Lei que dispõe sobre as Sociedades por Ações, com isso estabelece os limites a serem observados pela CVM.

Portanto, a CVM tem competência regulamentar para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos distintos integrantes do mercado. Sendo que, seu poder normatizador abarca todas as matérias concernentes ao mercado de valores mobiliários, previstos nos demais incisos do art. 8º da Lei n. 6.385/76³¹. (CVM, 2002).

Nesse ínterim, cabe também a CVM, entre outras, disciplinar as seguintes matérias:

- Registro de companhias abertas;
- Registro de distribuição de valores mobiliários;
- Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores. (CVM, 2002).

O sistema de registro constitui um fluxo infundável de informações ao investidor. Portanto, essas informações, disponibilizadas periodicamente por todas as companhias abertas, podem ser financeiras, condicionadas a normas de natureza contábil, ou apenas reportar-se a fatos expressivos da vida das empresas. Compreende-se como fato expressivo, aquele evento que possa influenciar na decisão do investidor, quanto a negociar com valores emitidos pela companhia. (CVM, 2002).

³¹Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

A CVM em nenhum momento exerce julgamento de valor no tocante as informações publicadas pelas companhias, simplesmente protege a regularidade e confiabilidade, com a finalidade de normatizar e perseguir a sua padronização. (CVM, 2002).

A atividade de credenciamento da CVM é executada com fundamento em padrões predeterminados pela autarquia que possibilitam avaliar a capacidade de projetos a serem implementados. (CVM, 2002).

A Lei conferiu à CVM competência para apurar, esclarecer, julgar, e aplicar punições em eventuais irregularidades cometidas no mercado de valores mobiliários. Existindo suspeita a CVM pode imediatamente instaurar um inquérito administrativo, com o objetivo de colher as informações, tomando os depoimentos a fim de reunir provas para identificar o responsável por práticas ilegais, concedendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa. (CVM, 2002).

O Colegiado da CVM, formado pelo Presidente e quatro Diretores tem poderes para julgar e punir o faltoso, podendo aplicar penalidades desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, como também multas pecuniárias. (CVM, 2002).

A CVM conserva uma estrutura especialmente designada para prestar informações e orientações aos investidores ou acolher denúncias e sugestões por eles formuladas. (CVM, 2002).

A CVM pode atuar se formalmente solicitado, em qualquer processo judicial que diz respeito ao mercado de valores mobiliários, disponibilizando provas ou juntando pareceres. Destarte, nos casos descritos, a CVM atua como "*amicus curiae*" assessorando a decisão da Justiça. (CVM, 2012).

Em termos de política de atuação, a CVM alcança seus objetivos por meio da indução de comportamento, da autorregulação e da autodisciplina, interferindo de fato, nas atividades de mercado, quando este tipo de procedimento não se mostrar eficiente. (CVM, 2002).

Em relação à definição de políticas ou normas canalizadas para o desenvolvimento dos negócios com valores mobiliários, a CVM procura junto a instituições de mercado, do governo ou entidades de classe, fomentar a discussão de problemas, promovendo o estudo de alternativas e adotando iniciativas, de forma que a alteração das práticas vigentes seja feita com fundamentos técnicos e,

institucionalmente, que possa ser absorvido com facilidade, como expressão de um desejo comum. (CVM, 2002).

Ademais, a atividade de fiscalização da CVM é realizada por meio de acompanhamento da veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores mobiliários negociados. Desta maneira, poderão ocorrer inspeções destinadas à apuração de fatos específicos sobre o desempenho das empresas e dos negócios com valores mobiliários. (CVM, 2002).

4.1.2 Princípios da Administração Pública

Os princípios são aqueles que estabelecem uma base geral, sendo aplicados em uma determinada área do direito, formando uma estrutura que fixam direções às normas jurídicas. São fundamentais e importantíssimos para Administração Pública, pois através dos princípios dispostos no *caput* do art. 37 da CRFB/88, legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência é que se estabelecem os limites de atuação normativa da CVM.

4.1.2.1 Princípio da legalidade

O princípio da legalidade tem seu fundamento constitucional impresso no art. 5º, inciso II, da CRFB/88, onde dispõe que “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de Lei”. De forma perceptível estabelece uma rígida interpretação de que o agente público deve submeter-se literalmente aos ditames da Lei.

Corroborando, explica Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2009, p. 61):

Este princípio, juntamente com o de controle da Administração pelo Poder Judiciário, nasceu com o Estado de Direito e constitui uma das principais garantias de respeito aos direitos individuais. Isto porque a lei, ao mesmo tempo em que os define, estabelece também os limites da atuação administrativa que tenha por objeto a restrição ao exercício de tais direitos em benefício da coletividade.

Nesse diapasão, afirma Maria Eduarda Fleck da Rosa (2012, p. 45) que a legalidade é uma das mais significativas proteções do Estado democrático de direito. “Trata-se

de garantia individual de que as regras do jogo são aquelas oriundas de Lei, e que somente por meio dela é que estas regras serão alteradas”.

O princípio da legalidade apresenta-se concomitantemente como um limite e como uma proteção, pois ao mesmo tempo em que limita a atuação da Administração Pública, visto que a sua atuação tem que ser baseado na Lei, também considerado proteção aos administrados, visto que estes só poderão cumprir as imposições do Estado se tiverem previstas na Lei. Se as imposições não tiverem previsões na Lei serão considerados inválidos e o seu controle sujeito ao Poder Judiciário. (MELLO, 2012, p. 64).

Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2009, p. 62) legitima que as agências reguladoras vigentes no Brasil vêm desempenhando integralmente a sua função regulamentar, o que abarca a competência normativa limitada pelo princípio da legalidade, assim como a polícia administrativa e solução de conflitos, conquanto sem força de coisa julgada.

Nesse sentido, aplicando esse princípio a CVM, explica que o poder normativo da CVM, pode resultar do exercício de polícia no mercado originário, sendo exercido em setores específicos da atividade humana, no caso o mercado de capitais, de forma contínua, regular e permanente, à luz dos princípios que sustentam a Administração Pública, com previsão legal no *caput* do art. 37, da CRFB/8, dos quais jamais poderá a autarquia se afastar, sob pena de desvio de finalidade. Tendo também aplicabilidade diretamente fundamentada nos art. 9º da Lei n. 6.385/76. Esse poder autoriza intimar pessoas a prestar informações para dirimir um determinado conflito (art. 9º, inc. II³²); a inspecionar, averiguar e retirar xerocópias de registros contábeis, livros, documentos, papéis de trabalhos de auditores autônomos (art. 9º, inc. I³³); averiguar, por meio de processo administrativo práticas ilegais e atos não equitativos de seus administradores associados ao Conselho Fiscal e acionistas de Cia Aberta,

³²II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

³³I - examinar e extrair cópias 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: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

de intermediário, mediadores e dos demais partícipes que fazem parte do mercado de capitais (art. 9º, inc. V)³⁴.

4.1.2.2 Princípio da impessoalidade

O princípio da impessoalidade é aquele que impõe a Administração Pública, a não praticar atos com o intuito de interesses meramente pessoais ou sob a subordinação e conveniência de qualquer pessoa, mas sim, direcionado a obedecer aos preceitos legais, principalmente, aos interesses sociais. (MELLO, 2012, p. 65).

Expressamente disposto no caput do art. 37 da CRFB/88, o princípio da impessoalidade segundo Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2009, p. 64) está relacionado com:

A finalidade pública que deve nortear toda a atividade administrativa. Significa que a administração pública não pode atuar com vistas a prejudicar ou beneficiar pessoas determinadas, uma vez que é sempre o interesse público que tem que nortear seu comportamento.

Portanto, como exemplo da aplicabilidade desse princípio a CVM por se tratar de um mercado onde pode haver perdas e não há rentabilidade assegurada, a Comissão tem por objetivo proteger os seus investidores e poupadores. Sendo assim, tem que adotar procedimentos que atendam a todos envolvidos e não apenas a uma classe, nunca baixando regras pessoais para atender um único envolvido, pois a sua finalidade é assegurar o cumprimento das normas e, principalmente oferecer informações que atenda a todos os cidadãos envolvidos para que tomem as decisões corretas e conscientes.

4.1.2.3 Princípio da moralidade

O princípio da moralidade é aquele que norteia exemplarmente o funcionamento da Administração Pública, por ser mais amplo engloba os demais princípios, a afronta a qualquer princípio sempre ocasionará ausência de moralidade administrativa e de modo consequente os atos praticados serão eivados de dúvidas.

³⁴ V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Segundo José dos Santos Carvalho Filho (2009, p. 20) o princípio da moralidade é aquele onde “impõe que o administrador público não dispense os preceitos éticos que devem estar presentes em sua conduta. Deve não só averiguar os critérios de conveniência, oportunidade e justiça em suas ações, mas também distinguir o que é honesto do que é desonesto”.

Então, por ser um princípio alicerçado na moral do agente, a Administração Pública deve manter um domínio sobre as suas atividades, para que seja assegurada a sobriedade e a veracidade das atividades desenvolvidas pela administração, ou seja, que a presunção de legitimidade ou de veracidade, não seja questionada ou posta a comprovações, pelo simples fato de apontarem irregularidades.

4.1.2.4 Princípio da publicidade

O princípio da publicidade exige que de forma ampla sejam divulgados todos os atos praticados pela Administração Pública, exceto as hipóteses de sigilos dispostas em Lei. Portanto, a publicidade é um requisito primordial para que seja alcançada a moralidade do ato administrativo, pelo motivo de que “se entende que o Poder Público, por ser público, deve agir com a maior transparência possível, a fim de que os administrados tenham, a toda hora, conhecimento do que os administradores estão fazendo”. (SILVIA, 2014, p. 668).

Nesse diapasão, pelo princípio da publicidade, a Administração Pública não deve praticar atos obscuros, à revelia dos órgãos de controle e da própria sociedade, tendo que propagar as suas atividades eticamente e democraticamente.

Pautado pelos princípios fundamentais, a Administração Pública, a partir da divulgação dos seus atos, cumprirá o que estabelece a Carta Magna, no art. 5º, inc. XXXIII³⁵. A publicidade, entretanto, tem o condão de destacar a objetivação da aplicação dos princípios a Administração Pública, dando totalmente transparência de seus atos à sociedade.

³⁵ XXXIII - todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no prazo da lei, sob pena de responsabilidade, ressalvadas aquelas cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado;

Nesse contexto, e adentrando a atuação do poder normativo da CVM, trazemos a baila o princípio do *full disclosure*, que significa revelar ao mercado todas as informações fundamentais sobre as instituições de valores mobiliários, de forma equitativa e simultânea, impedindo assim a utilização de informações privilegiadas.

Dentre as normas que preveem o princípio do *full disclosure*, a CVM publicou a Instrução CVM n. 358/2002, logo depois sendo alterada pela Instrução CVM n. 369/2002, e no ano de 2007 foi novamente alterada pela Instrução CVM n. 449/2007 que dispõe sobre:

A divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. (CVM, 2002).

O art. 13, da Instrução CVM n. 358/2002³⁶, traz esculpido as vedações à negociação que o mercado deverá atentar, pois antes da divulgação ao mercado de atos ou fatos significativos e relevantes é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referida, pela própria companhia aberta, pelos controladores acionistas, administradores, ou ainda por quem, em detrimento de seu cargo, função ou posição, tenham conhecimentos das informações relativas a procedimento, conduta ou ato relevante, sob pena do que dispõe o artigo 27-D da Lei n. 10.303/2001³⁷.

Assim sendo, do mesmo modo que existe a obrigatoriedade de informar, há de se destacar que os fatos ou atos relevantes podem, excepcionalmente, deixarem de ser propagados se os administradores ou acionistas compreenderem que a sua

³⁶ Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

³⁷ Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

manifestação pode colocar em risco o mercado de valores mobiliários, é o que dispõe o art. 6º, da Instrução CVM n. 358/2002³⁸.

4.1.2.5 Princípio da eficiência

O princípio da eficiência foi introduzido na CRFB/88 através da Emenda Constitucional n. 19/1998, com total respeito aos demais princípios, a eficiência constitui-se a boa, correta e ágil administração. Portanto, Alexandre de Moraes (2001, p. 30) conceitua como:

Princípio da eficiência é o que impõe à administração pública direta e indireta e a seus agentes a persecução do bem comum, por meio do exercício de suas competências de forma imparcial, neutra, transparente, participativa, eficaz, sem burocracia e sempre em busca da qualidade, primando pela adoção dos critérios legais e morais necessários para melhor utilização possível dos recursos públicos, de maneira a evitarem-se desperdícios e garantir-se maior rentabilidade social.

Por sua vez, Helly Lopes Meirelles (2005, p. 102) traduz o princípio da eficiência como o dever:

que se impõe a todo agente público de realizar suas atribuições com presteza, perfeição e rendimento funcional. É o mais moderno princípio da função administrativa, que já não se contenta em ser desempenhada apenas com legalidade, exigindo resultados positivos para o serviço público e satisfatório atendimento das necessidades da comunidade e de seus membros.

Alude-se, pois, em termos constitucionais, de prescrição dirigida diretamente ao agente público no exercício de suas funções. Suas obrigações não deverão ser apenas executadas, mas executadas de forma correta e com o menor gasto possível, de forma a potencializar seu desempenho. Conecta-se diretamente às regras de boa administração, inclusive das agências reguladoras.

4.1.2.6 Princípio da proporcionalidade

³⁸ Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

O princípio da proporcionalidade surgiu no âmbito do Direito Administrativo, como princípio geral de polícia, e progrediu-se com a evolução do princípio da legalidade. Requereu-se, para esse fim, o desenvolvimento de mecanismos capazes de supervisionar o Executivo no exercício de suas funções, de forma a evitar o veredito e o abuso de poder. (CANOTILHO, 2003, p. 260).

Esse princípio é considerado como um preceito indicado pelos doutrinadores fundamental para delimitar a atuação normativa do órgão regulador. Portanto, Sebastián Martín-Retortillo, citado Alexandre Santos de Aragão (2006, p. 300), assegura que esses atos normativos devem analisar o princípio da proporcionalidade, de forma que aos fins desejados devem ser estabelecidos os fins adequados, ou seja:

(...) A questão é: qual deve ser a abrangência e a intensidade da atuação do Estado sobre e na economia? A possibilidade de regulação estatal da economia 'não pode confundir-se com a entrega aos poderes públicos de uma faculdade onímoda, que possa ser exercitada de qualquer modo'. As reservas à Lei das regulações que afetam a liberdade de empresa e, sobretudo, os limites substanciais que o princípio da igualdade e o de proporcionalidade implica para o legislador, são o instrumento que permite dotar de conteúdo a liberdade de empresa. (ARAGÃO, 2006, p. 301-302).

Na seara administrativa, o princípio da proporcionalidade é conceituado como:

um importante princípio constitucional que limita a atuação e a discricionariedade dos poderes públicos e, em especial, veda que a Administração Pública aja com excesso ou valendo-se de atos inúteis, desvantajosos, desarrazoados e desproporcionais. (CUNHA JÚNIOR, 2009, p. 50).

Corroborando, explica Luiz Roberto Barroso (2009, p. 209) sobre o princípio da proporcionalidade.

A doutrina – tanto lusitana quanto brasileira – que se abebera no conhecimento jurídico produzido na Alemanha reproduz e endossa essa tríplice caracterização do princípio da proporcionalidade, como é mais comumente referido pelos autores alemães.

Assim é que dele se extraem os seguintes requisitos: (a) adequação, que exige que as medidas adotadas pelo Poder Público se mostrem aptas a atingir os objetivos pretendidos; (b) da necessidade ou exigibilidade, que impõe a verificação da inexistência de meio menos gravoso para atingimento dos fins visados; e proporcionalidade em sentido estrito, que é a ponderação entre o ônus imposto e o benefício trazido, para constatar se é justificável a interferência na esfera dos direitos dos cidadãos (...).

Deste modo, o ato normativo deverá ser adequado às realizações das finalidades averiguadas, qual seja, a explicitada no art. 1º, da Lei n. 6.385/76³⁹, devendo

³⁹ Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

estabelecer a menor limitação possível, da maneira que, dentre as diversificadas medidas adequadas a realizar a finalidade pública, opte pela menos limitada à livre iniciativa, e a limitação prescrita ao mercado deve ser proporcionalmente compatível com o benefício pretendido. (BARROSO, 2009, p. 210).

I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - a auditoria das companhias abertas; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

5 CONCLUSÃO

Num primeiro momento, foi feito um estudo acerca das agências reguladoras no Brasil, que surgiram com base no modelo norte-americano, tendo sido constatado que possuem natureza de autarquias sob regime especial, dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício de funções regulatórias e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Presidente da República, após prévia aprovação pelo Senado Federal, vedada a exoneração *ad nutum*.

Tal estudo foi realizado para sanar os questionamentos trazidos à baila por esta monografia, quais sejam, se a Comissão de Valores Mobiliários possui natureza jurídica de agência reguladora e qual seria o seu poder normativo.

Chegou-se a conclusão de que a Comissão de Valores Mobiliários possui sim natureza de agência reguladora, uma vez que é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Assim, a CVM possui todos os elementos caracterizadores de uma agência reguladora, à exceção de uma completa autonomia funcional, visto que contra suas decisões sancionatórias é cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Contudo, corroboramos com o entendimento de que uma diminuição na intensidade da autonomia da CVM não pode desaguar na perda de seu caráter de autarquia especial, municiada de maior autonomia em relação à Administração Direta, do que as autarquias comuns, ainda mais se forem levadas em consideração a garantia de estabilidade de seus dirigentes, que não podem ser exonerados *ad nutum*.

Ademais, essa possibilidade de revisão das decisões da CVM através do recurso hierárquico impróprio não possui a capacidade de neutralizar o seu poder normativo, nem o de lhe retirar a posição de agência reguladora.

Portanto, concluímos que a Comissão de Valores Mobiliários detém o status de agência reguladora devendo ser dispensado a ela tratamento equivalente àquele dado às demais agências reguladoras.

Desse modo, confirma-se que as agências reguladoras exercem função regulamentadora, uma vez que estabelecem disciplinas, de caráter meramente complementar, com observância dos parâmetros existentes na lei que lhe transmitiu aquela função. Tendo como escopo estabelecer em caráter geral, abstrato e impessoal, disciplinas técnicas a respeito de certos setores econômicos ou relativos à prestação de serviços públicos, tendo que adaptar-se aos parâmetros da respectiva lei permissiva, ou seja, que lhes transferiu essa função, exercendo essa função regulamentadora mediante atos administrativos, não sendo aceitável qualquer outra forma de procedimento que não seja por via administrativa e com observação às normas e princípios constitucionais que regem a Administração pública.

Portanto, o poder normativo das agências reguladoras possui função regulamentar, sendo aplicado por meio de ato administrativo, o qual deverá observar os princípios que regem a Administração Pública.

Assim, como ficou estabelecido que a Comissão de Valores Mobiliários tem natureza jurídica de agência reguladora a ela, deve se dar o mesmo tratamento dado às demais agências reguladoras, a Comissão de Valores Mobiliários também possui poder normativo de caráter regulamentar, estando a referida autarquia restrita às condições enunciadas especialmente nas Leis n. 6.385/76 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários) e 6.404/76 (que dispõe sobre as Sociedades por ações).

A função da competência regulamentar neste cenário é ratificar regras abstratas e reais, assim como concretas e individuais que concedam margens compreensíveis de certeza e segurança jurídica aos agentes e investidores no mercado. Contudo, a CVM jamais poderá transcender as determinações contidas nas leis, ou seja, se a lei contém disposição de proibição de determinada conduta, o órgão executivo jamais sob pretexto de regulamentá-lo poderá dispor de forma contrária.

A CVM também exerce o poder normativo de caráter suplementar, que expressa o poder de elaborar normas que desdobrem o conteúdo de princípios ou normas

gerais ou que preencham a ausência ou supressão destas, sendo que esta competência tem como objetivo incorporar as falhas ou lacunas do sistema normativo, quando existir situações que exigem decisões jurídicas e faltam normas postas para tanto.

Logo, o poder normativo está constantemente presente nas diversificadas formas de atuação da CVM, pois através da edição da Lei n. 6.385/76, lhe foram atribuídos inúmeros poderes dentre eles o poder normativo, encontrando respaldo no art. 174 da CRFB/88, como também em leis específicas, cujo cumprimento é delegado ao regulador do mercado mobiliário fiscalizar.

Muito embora muitos doutrinadores afirmem que o poder regulamentar somente deve ser exercido pelo Chefe do Poder Executivo, o enérgico e *sui generis* setor econômico regulado pela CVM não pode abster-se de uma regulação que o aproxime dos eventos que nele sobrevém. Portanto, as ocorrências deste mercado, indubitavelmente não poderão se adequar e ser amparados por meios de procedimentos emanados exclusivamente pelo Chefe do Poder Executivo, desse modo, o poder normativo das agências reguladoras, agora se tratando da CVM, possui função regulamentar e suplementar, aplicados por meio de ato administrativo, o qual deverá observar os princípios que regem a Administração Pública.

Desse modo, a Comissão de Valores Mobiliários possui poder normativo com função regulamentar e suplementar, porém deverão os atos emitidos pelo órgão regulador buscar seu parâmetro de validade nas normas hierarquicamente superiores, principalmente na Carta Magna, não podendo jamais adentrar a competência de outros órgãos reguladores. Isto propiciará averiguar se a atuação do Poder Executivo está em concordância com os fundamentos delineados pelo legislador ou se apenas se constitui em ato ilegal dos administradores.

Por fim, funcionarão como limitadores deste poder normativo, os princípios da Administração Pública, previstos no *caput* do art. 37 da CRFB/88, quais sejam: princípio da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade, eficiência e proporcionalidade.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Elizangela Santos de; XAVIER, Elton Dias. **O poder normativo e regulador das agências reguladoras federais: abrangência e limites**. In: Âmbito Jurídico, Rio Grande, XV, n. 98, março 2012. Disponível em: http://www.ambitojuridico.com.br/site/?artigo_id=11293n_link=revista_artigo_leitura. Acesso em 08 mar. 2016.

ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vicente. **Agências Reguladoras**. Rio de Janeiro: Impetus, 2003.

_____. Marcelo; PAULO, Vicente. **Direito administrativo descomplicado**. 18. ed. São Paulo: Método. 2010.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. (Coord). **A organização e o controle social das agências reguladoras**. Críticas aos anteprojetos de lei. Porto Alegre: ABAR, 2004.

_____. **Agências Reguladoras e a evolução do Direito Administrativo Econômico**. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

_____. **O poder normativo das agências reguladoras**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

_____. Alexandre Santo de. **Curso de Direito Administrativo**. 2.ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ATALIBA, Geraldo. **Poder regulamentar no executivo**. Revista de Direito Público. São Paulo, v. 14, n. 57-58, 1981.

AZEVEDO, Eurico de Andrade. **Agências reguladoras**. Revista de direito administrativo, v. 213, 1998.

BRASIL. Código Civil. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em 10 mar. 2016.

_____. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em 08 de mar. 2016.

_____. **Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2001/D3995.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Instrução CVM n.8, de 08 de outubro de 1979**. Disponível em: www.cvm.gov.br/legislacao/inst/anexos/001/inst008.doc. Acesso em 17 mar. 2016.

_____. **Lei nº 6.422, de 8 de junho de 1977**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6422.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 6.616, de 16 de dezembro de 1978.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6616.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9447.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9873.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 10.411, de 26 de Fevereiro de 2002.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm. Acesso em 15 de mar. 2016. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm. Acesso em 15 de mar. 2016.

_____. **Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_leis/L6385.htm. Acesso em 12 mar. 2016.

_____. **Lei n. 9.427 de 26 de dezembro de 1996.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9427compilada.htm. Acesso em 09 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.472, de 16 de julho de 1997..** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9472.htm. Acesso 09 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9478.htm. Acesso 09 de mar. 2016.

_____. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.** Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9784.htm. Acesso 12 mar. 2016.

_____. **MF 0024 MEP VAL MOB DA CRIAÇÃO DA CVM.** Exposição de medidas que propõe a edição de Medida Provisória que altera e acresce dispositivos à Lei n.

6.385/2001. Ministro de Estado da Fazenda, Sr. Pedro Sampaio Malan. Brasília: 31 out. de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Exm/2001/exm-214-mpv-08.pdf. Acesso 18 mar. 2016.

BARCELOS, Cristina. **O poder normativo das agências reguladoras no direito norte-americano e no direito brasileiro**: um estudo comparado. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2008. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/15501>. Acesso em 11 mar. 2016.

BARROSO, Luís Roberto. Agências reguladoras: constituição, transformação do Estado e legitimidade democrática. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). **Agências reguladoras e democracia**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

_____. **Interpretação e aplicação da Constituição**: fundamentos de uma dogmática constitucional transformadora. 7, ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

BOBBIO, Norberto. **Da estrutura à função**: novos estudos de teoria do Direito. Apresentação de Celso Lafer. 1. ed. Barueri: Manole, 2007.

BRUNA, Sergio Varella. **Agências reguladoras**: Poder normativo. Consulta pública. Revisão judicial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

CAETANO, Marcello. **Manual de Direito Administrativo**. vol. I. 10 ed., 9. reimp. Rev. e atual. pelo Prof. Dr. Diogo Freitas do Amaral. São Paulo: Almedina, 2008.

CAL, Arianne Brito Rodrigues. **As agências reguladoras no direito brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Direito Constitucional**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2003.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 22 ed. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2009,

_____. José dos Santos. Agências Reguladoras e Poder Normativo. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.) **O poder normativo das Agências Reguladoras**. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

CASTRO, Carlos Roberto Siqueira. **Direito constitucional e regulatório**: ensaios e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. Direito de empresa. Vol. 2, 16 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

CUNHA JÚNIOR, Dirley da. **Curso de Direito Administrativo**. 7ª ed. São Paulo: JusPodivm, 2009.

CUÉLLAR, Leila. Poder normativo das agências reguladoras norte-americanas. **Revista de Direito Administrativo**. 2002. Disponível em : <file:///C:/Users/Home/Downloads/46435-93227-1-PB.pdf>. Acesso 12 mar. 2016.

CVM (Org.). Portal do Investidor. Acadêmico. **Cadernos CVM – O que é a CVM.** Maio 2014. Disponível em: www.portaldoinvestido.gov.br/export/sites/portaldoinvestido/publicacao/cadernos/cvm-caderno-1.pdf. Acesso 13 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **IOSCO.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>. Acesso 14 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **Mercado primário x mercado secundário.** Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html. Acesso 14 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **O Sistema Financeiro Nacional.** Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html. Acesso 15 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **O papel da CVM.** Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/papel_CVM.html. Acesso 16 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **Deliberação CVM n. 1, de 23 de fevereiro de 1978.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deli/anexos/0001/deli001.pdf>. Acesso 19 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios.** CMN n. 426/78 aprovado no dia 21/12/78. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>. Acesso 22 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **Instrução CVM n. 358.** 03/01/2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>. Acesso 23 mar. 2016.

_____. Portal do Investidor. Acadêmico. **Comissão de Valores Mobiliários.** 03/01/2002. Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/cvm.htm>. Acesso 11 maio 2016.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na administração pública:** concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada e outras formas. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo.** 22. ed. São Paulo: Atlas. 2009.

DWORKIN, Ronald. **Levando os direitos a sério**. Trad. Nelson Boeira. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna., PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas; **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERRAZ, Sérgio. **3 Estudos de direito**. São Paulo: RT, 1977.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Competência tributária municipal. **Revista de Direito Tributário**. São Paulo, ano 14, n. 54, out./dez. 1990.

_____. Normas gerais e competência concorrente. Uma exegese do art. 24 da Constituição Federal. **Revista da Faculdade de Direito da USP**. v. 9, 1995. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67296>. Acesso 22 mar. 2016.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de Direito Constitucional**. 30. ed., Saraiva, 2003.

FIGUEIREDO, Marcelo. **As agências reguladoras**: O Estado democrático de direito e sua atividade normativa. Coleção: Temas de Direito Administrativo. v. 12. São Paulo: Malheiros, 2005.

GRAU, Eros Roberto. **O direito posto e o direito pressuposto**. São Paulo: Malheiros, 1996.

GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. As agências reguladoras. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n. 6, mai. / jun. / jul. de 2006. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-6-MAIO-2006-DINORA.pdf?q=reguladoras>. Acesso 16 mar. 2016.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2005.

_____. Marçal. **O direito das agências reguladoras independentes**. São Paulo: Dialética, 2009.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. 2. São Paulo: Singular, 2004.

MADEIRA, José Maria Pinheiro. **Administração Pública Centralizada e Descentralizada**. Rio de Janeiro: América Jurídica, 2004.

MAGLIANO FILHO, Raymundo. Mercado de capitais: desenvolvimento sustentável. In. ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **Revolução do mercado de capitais no Brasil: o crescimento recente é sustentável?** 2º reimp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno**. 10 ed. Ver. atual e ampl. São Paulo: Revista Tribunais, 2006.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 21. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29. ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

MENDES, Conrado Hübner. Reforma do Estado e agências reguladoras: estabelecendo os parâmetros de discussão. **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Malheiros, 2000.

MORAE, Alexandre de, (org.). **Agências reguladoras**. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Reforma Administrativa: Emenda Constitucional nº 19/98**. 4. ed., São Paulo: Atlas, 2001.

MOREIRA, Egon Bockmann. Os limites à competência normativa das agências reguladoras. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.) **O poder normativo das Agências Reguladoras**. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

_____. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas”. **Revista de Direito Mercantil**. n. 116, ano XXXVIII (nova série), outubro-dezembro/1999. São Paulo: Malheiros, 1999.

_____. Agências administrativas, poder regulamentar e o sistema financeiro nacional. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)**. Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 11, agosto/setembro/outubro, 2007. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-11-AGOSTO-2007-EGON%20BOOCKMAN.pdf>. Acesso 17 mar. 2016.

_____. Conselho Monetário Nacional, Banco do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Considerações acerca de sua natureza jurídica em face das chamadas “Agências Administrativas”. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. Ano XXXVIII (nova série), n. 116. São Paulo: Malheiros, 1999.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Agências reguladoras** (descentralização e deslegalização), mutações do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

OLIVEIRA, Licurgo Joseph Mourão de. Prolegômenos da atividade regulatória brasileira. In: **Periódicos UFPB**. Rio Grande, VIII, n. 21, maio 2005. Disponível em: <http://periodicos.ufpb.br/index.php/primafacie/article/download/4478/3384>. Acesso 18 mar. 2016.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 3.ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

PINHEIRO, Armando; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: regime jurídico do uso das informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REALE, Miguel. **Lições Preliminares de Direito**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <http://www.teses.usp/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/>. Acesso em 10 mar. 2016.

SALLES, Marcus Paulo de Almeida. Aspectos da Competência da CNM e da CVM no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 36, n. 108, out./dez. 1997. Disponível em: http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/154497/mod_resource/content/3/Marcos%20Paulo_Aspectos%20da%20Compet%C3%Aancia.pdf. Acesso 20 mar. 2016.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 37. ed. rev. e atual. até a Emenda Constitucional n. 76, de 28.11.2013. São Paulo: Malheiros, 2014.

SIMIONI, Rafael Lazzarotto. **Curso de hermenêutica jurídica contemporânea: do positivismo clássico ao pós-positivismo jurídico**. Curitiba: Juruá, 2014.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito administrativo regulatório**. São Paulo: Lumen Juris, 2004.

SUNDFELD, Carlos Ari. Introdução às agências reguladoras. **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Malheiros, 2000.

TÁCITO, Caio. **Comissão de Valores Mobiliários**. Poder Regulamentar. *In* Temas de Direito Público (Estudos e Pareceres). vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. vol. 1. São Paulo: Atlas, 2007.

TANURE, Fabricio. **A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.agu.gov.br/page/download/index/id/703494>. Acesso 17 mar. 2016.

VILANOVA, Lourival. **Estruturas lógicas e o sistema de direito positivo**. 4. ed. São Paulo: Noeses, 2010.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel. Agências reguladoras. **Revista de Informação Legislativa**. v. 36, n. 141 – Janeiro/Março de 1999. Senado Federal. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/457>. Acesso em: 26 mar. 2016.