
Atualidades

ASPECTOS DA COMPETÊNCIA DO CMN E DA CVM NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS¹

MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES

Na década de 70, iniciaram-se os trabalhos de doutrina, à procura de uma legislação apropriada para regular o estímulo e a fiscalização do mercado de valores mobiliários com vistas ao desenvolvimento das unidades produtivas por meio da capitalização empresarial, democratizada pela captação de recursos junto a poupança popular.

Resultou deste esforço, não só a retirada do capítulo próprio das sociedades por ações, do projeto do Código Civil (em curso aprobatório no Congresso Nacional), como também da criação de um programa legislativo que viesse a dar tratamento àquele estímulo e àquela fiscalização que deveria haver, para se desenvolver o mercado de capitais, por meio da oferta pública de valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas.

As experiências anteriores a 1975, fizeram com que as pretensões se transformassem em dois projetos de lei, dos quais resultaram as Leis 6.385/76, que regula o "Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM" e 6.404/76, que deu novo tratamento às sociedades por ações, caracterizando-

se pela dicotomia constante de seu art. 4º — companhias abertas e companhias fechadas. É de se compreender que, em razão do específico tratamento dado às companhias abertas, nascesse também o organismo estimulador e fiscalizador do mercado onde elas pudessem vir a angariar os recursos para seu desenvolvimento.

Por uma circunstância meramente congressual, a Lei 6.385/76 foi votada alguns dias antes daquela que deveria ser sua razão de existir, qual seja a Lei 6.404/76 reguladora da sociedade por ações, fonte de criação dos valores mobiliários, cuja emissão e circulação são, em síntese, a causa da primeira. Contudo, a menos de algumas imperfeições, nenhuma outra consequência o fato teve, e ambas as leis estão a produzir os efeitos pretendidos.

O importante, no entanto, é que a vontade do legislador em ambas as leis, coerentemente pelo fato de que elas se interdependem na vertente da companhia aberta, era ampliar ainda mais o microsistema jurídico normativo que regula o sistema financeiro nacional, nascido da evolução havida nos países ocidentais, principalmente após o término da 2ª grande guerra.

Com propriedade lembra o Prof. Fábio Comparato em comentário a acórdão na RDM² que "ao criar o Conselho Monetário Nacional com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito (...)

1. Este artigo é uma compilação de nossa opinião manifestada em três épocas distintas, em 1982 em 1986, em 1990, em 1996 e em 1997, procurando elencar a evolução do nosso pensamento na medida em que a Lei 6.385/76 foi produzindo seus efeitos, com as eventuais alterações promovidas pela Cons-

objetivando o progresso econômico e social do País, a Lei 4.595, deu-lhe atribuições privativas", isto é atribuiu-lhe competência para a prática dos atos complementares das funções ali elencadas.

Posteriormente a Lei 6.385/76 ampliou as funções do CMN, acrescentando-lhes aquela constante do item III do art. 20, qual seja, atribuir a condição de valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei especial, a títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas.

Diante desta postura legislativa iniciaram-se as discussões a respeito da competência dos órgãos ou autarquias legalmente instituídas pelo poder competente para a prática não de "um simples ato administrativo regulamentar, mas sim o preenchimento de uma norma legal em branco, atuando portanto como o necessário momento integrativo do seu conteúdo e participando da sua natureza".³

Para a análise destas considerações, resolvemos reproduzir aquilo que, em oportunidades distintas viemos escrevendo, em 1982, em 1986, em 1995 e em 1997 sobre as Leis 4.595/64, 4.728/65, 6.385/76 e 9.457/97 para buscarmos uma conclusão, inclusive, tendo em conta por sua recepção, à vista da Constituição de 1988.

1. 1982 — Os poderes da "CVM e os títulos societários"⁴

Analisar os "Poderes da CVM" em relação aos títulos societários significa, a nosso ver, antes de mais nada analisar-se a criação da CVM, para dar-lhe por definidos os poderes decorrentes da competência que lhe é atribuída pela Lei 6.385/76.

Há porém uma premissa que nos parece fundamental que é a qualificação genéri-

ca que têm os aqui chamados títulos societários, de "valores mobiliários" pois que sem esta compreensão estaríamos a nos afastar da essência da CVM, qual seja de ser Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal especialmente criada para promover e regular o mercado de valores mobiliários. Assim é que todos os títulos societários hão que ser necessariamente valores mobiliários para poderem ser objeto de qualquer ingerência legítima dos "poderes da CVM".

1.1 Valores mobiliários

"Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta lei as seguintes atividades:

"I — a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

"II — a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários" (Lei 6.385/76, art. 1º).

A Lei 4.728/65 pretendeu abranger um mercado de capitais composto de títulos e valores mobiliários, enquanto a Lei 6.385/76 veio restringir-se ao campo específico dos valores mobiliários, que durante 10 anos foram exclusivamente regulados pela Lei de Mercado de Capitais.

São estes títulos societários necessariamente valores mobiliários, isto é títulos emitidos por sociedades anônimas para distribuição em massa junto ao público.

Compete ao CMN estender os limites de atuação da CVM a outros títulos que, a critério daquele e desde que emitidos por sociedades anônimas, possam ser considerados valores mobiliários. Entendemos assim que os valores mobiliários não sendo necessariamente títulos de crédito, estariam por assim dizer a abranger todo o documento de titularidade sobre direitos decorrentes de obrigações assumidas pelas sociedades anônimas que os emitissem, para sua colocação em massa, junto ao público.

Estaria a lei brasileira a ampliar o conceito francês de "valores mobiliários", para

distribuição em massa junto ao público aplicador de sua poupança, ampliação esta que mais os aproxima do conceito americano de *securities*? *Securities* que entendemos, genericamente, como qualquer instrumento que venha prometer parte do resultado da empresa, a participante ou simples credor, desde que seja título distribuído em massa àquele mesmo público que busca aplicação para os recursos de sua poupança.

Este universo de emissões e de poupadores é que deve ser entendido como o campo para a atuação da CVM no âmbito de seus poderes. Isto é, promover o desenvolvimento deste mercado de valores mobiliários conjuntamente com sua fiscalização, como o quer o art. 4º da Lei 6.385/76 ao definir a CVM como autarquia do governo federal, subordinada ao Ministério da Fazenda, encarregada de "estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários" (art. 4º — I) e "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado ..." (art. 4º — IV).

Para sua atuação neste universo assim definido, a "Comissão de Valores Mobiliários terá jurisdição em todo o território nacional ..." (Lei 6.385/76 — art. 9º) de que decorrem então os "poderes da CVM" como consequência de sua competência.

Apesar de toda jurisdição ter um caráter administrativo há que se distinguir entre jurisdição propriamente dita e aquela exercida por quem tem o poder de administrar,⁵ também chamada Jurisdição Administrativa, sentido em que a expressão é aqui empregada, não se prendendo àquela própria da distribuição da tutela jurídica processual, procedida pelo Estado, no âmbito do poder Judiciário.

Tem então a CVM a faculdade de conhecer de certos fatos ou negócios jurídicos, exercendo sobre eles os poderes que legalmente lhe são conferidos.

5. Salles, Marcos Paulo de Almeida, "Comentários à Lei 6.385/76", in *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, v. 2, Recife, Tribuna, 1980.

Para melhor entender a distribuição de competência talvez nos devamos socorrer da Lei 4.595/64 que instituiu o Sistema Financeiro Nacional através da reforma bancária, competindo à CMN regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização dos que exercem atividades subordinadas a esta Lei (4.595/64), bem como a aplicação das penalidades previstas (art. 4º — VIII), dispositivo este que foi repetido na Lei 6.385/76, quando, no § 1º do art. 15, dá competência a CMN para definir os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no Mercado de Valores Mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar ... sendo que, "as atribuições da CVM serão limitadas às atividades submetidas ao regime da Lei 6.385/76 (art. 15 — § 2º), competindo ao CMN, regular a ação harmônica dos poderes exercidos pela CVM e pelo BACEN (art. 15 — § 3º).

No que tange às limitações territoriais dos poderes da CVM, poderíamos concluir que, dentro do território nacional, a CVM exerce sua jurisdição nos limites das operações exercidas pelos agentes do sistema de distribuição de Valores Mobiliários, assim como definidos no art. 15 da Lei 6.385/76, tendo por objeto valores mobiliários emitidos por companhias abertas, tal como definido no art. 2º da mesma Lei 6.385/76.

2. 1986 — O poder regulamentar da CVM: a sua eficácia e o papel do Poder Judiciário⁶

2.1 Introdução

O tema do poder regulamentar tal como aqui proposto deve ser abordado tendo-se em conta a hierarquia das leis e a tripartição dos poderes.

6. Conferência proferida no curso de especialização da FADUSP em 18 de abril de 1986, com o

3. Comparato, in ob. cit., p. 63.

4. Trabalho apresentado aos cursos de pós-graduação da FADUSP na cadeira de Títulos de Crédito — ministrada pelo saudoso Prof. Mauro Brandão

Tem-se por sobejamente conhecida a tri-participação dos poderes de Montesquieu, manifestada em *L'esprit des lois*:⁷ "Après avoir examiné quelles sont des lois relatives à la nature de chaque gouvernement, il faut voir celles qui le sont à son principe. Il y a cette différence entre la nature du gouvernement et son principe, que sa nature est ce qui le fait être tel; et son principe, ce qui le fait agir. L'une est sa structure particulière, et l'autre les passions humaines qui le font mouvoir. Or les lois ne doivent pas être moins relatives au principe de chaque gouvernement qu'à sa nature. Il faut donc chercher quel est ce principe".

Em uma democracia, afirma o autor, aquele que executa as leis sente que é submisso à mesma, então a cessação da aplicação das leis gera a corrupção da própria república, daí sua proposta de que os poderes da república agissem independentemente entre si: Legislativo — Executivo — Judiciário; isto é, elaborando as leis, executando as leis e prestando a tutela jurídica processual.

Desta forma as leis emanadas de um governo democrático republicano constarão de normas desejadas pela maioria da população através do voto dado aos seus representantes no congresso, poder elaborador das leis. Igualmente estas leis deveriam ser aplicadas pelo poder Executivo, no caso do presidencialismo, por força da filosofia de governo adotada pelo presidente eleito pela mesma maioria da população.

As pretensões resistidas, para usar de uma terminologia carnalutiana, lides da vida forense, seriam resolvidas pela via pretoriana dos magistrados encarregados por concurso, na difícil tarefa jurisdicional.

Para orientar as atividades de cada um dos poderes do Estado as leis, as normas jurídicas, objeto da ciência jurídica na afirmação de Kelsen⁸ "...de que o objeto da ciência

jurídica é o Direito, na qual está contida a afirmação de que são as normas jurídicas o objeto da ciência jurídica, e a conduta humana, só o é na medida em que é determinada nas normas jurídicas como pressuposto ou consequência, ou na medida em que constitui o conteúdo das normas jurídicas. Pelo que respeita à questão de saber se as relações inter-humanas são objeto de ciência jurídica, importa dizer que elas também só são objeto de um conhecimento jurídico enquanto relações jurídicas, isto é, como relações que são constituídas através de normas jurídicas".

Por um momento poderiam estar os senhores a perguntar o porquê dessas manifestações de nossa parte; ocorre, no entanto, que a análise do tema vai desembocar em uma colidência na autonomia dos poderes que compõem o Estado Brasileiro.

De outra feita devemos trazer também à discussão o tema das normas de ordem pública, pois as normas que teremos de analisar na competência da CVM são essencialmente de ordem pública. Como bem nos alerta o Prof. Miguel Reale⁹ "o emprego do adjetivo 'pública' leva, às vezes, alguns espíritos a confundir essas regras com as de Direito Público, que é aquele que rege as relações sociais em que, de maneira imediata prevalece o interesse da coletividade", sendo certo que no tema em tela teremos oportunidade de ver conviverem as normas de ordem pública e o direito público administrativo.

Para aclarar esse emaranhado há que se tratar da hierarquia das leis, que emanam do poder Legislativo, são tomadas pelo poder Executivo e terão julgados seus efeitos pelo poder Judiciário. Teremos que dar ênfase aos dispositivos de ordem pública que traduzem a ascendência da norma sobre a vontade das partes, considerada a dupla jurisdição, isto é, aquela própria do poder Judiciário e aquela, jurisdição administrativa de que é investido o Executivo.

2.2 A origem da CVM

As origens da CVM remontam aos idos de 1930 quando se começou a estudar no mundo capitalista de então uma forma de evitarem-se os desastres de 1929, decorrentes da ausência de normas de ordem pública que regulassem a circulação dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas, dentro de seu escopo original de que a "união faz a força" na consecução do seu objetivado empreendimento.

Quando falamos em "união faz a força" queremos dizer que os capitais necessários aos empreendimentos objetivados eram de tal monta que, somente apelando para a economia popular na subscrição de ações ou obrigações, poderíamos vê-los atingidos.

Este apelo às economias domésticas de cada um não podia dificultar ou impedir o particular de alienar tal participação, transferindo para terceiros os valores mobiliários subscritos. Em consequência dessa necessidade nasce o "mercado de valores mobiliários", isto é, o lugar do encontro entre a oferta e a procura dessas ações e obrigações que teriam seu valor determinado pela maior ou menor perspectiva de sucesso do empreendimento objetivado.

Ocorre, no entanto, que estas perspectivas poderão ser de conhecimento maior ou menor de vendedores do que de compradores e vice-versa, permitindo, então, situações privilegiadas àqueles que disponham de informações preferenciais e, como diz o Prof. Fábio Comparato,¹⁰ a atual lei de sociedades por ações perfilhou a orientação específica para companhias abertas e companhias fechadas demonstrando "que se instaurou em tal matéria uma verdadeira

distinção de natureza entre esses dois tipos de sociedades anônimas. Num deles predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberações dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais. No outro, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário de acordo com seus interesses particulares".

Não necessitando apelar para a economia popular a sociedade por ações, chamada fechada, não reclamava maiores proteções de ordem pública, e portanto está fora do âmbito desta análise. Ao contrário a companhia aberta passou, desde aquela época de 1930, a merecer tratamento especial no sentido da maior proteção ao acionista investidor.

"A velha classificação das sociedades mercantis", prossegue o Prof. Comparato, "em sociedade de capitais e de pessoas, que já fora aliás criticada por Vivante, aparece agora subvertida; ou melhor, a clivagem entre as espécies passa no interior do próprio direito acionário. Se ainda é aceitável classificar a companhia aberta na categoria das sociedades de capitais, pelo seu caráter marcadamente institucional, a companhia fechada já apresenta todas as características de uma sociedade de pessoas animada por uma 'affectio societatis' que se funda no 'intuitus personae'."

Por isso mesmo compete às normas de ordem pública dispor sobre o funcionamento no mercado de valores mobiliários, que permite a qualquer cidadão tornar-se "sócio" da companhia aberta pela simples aquisição de ações em um mercado de Bolsa ou de Balcão.

A idéia de se institucionalizar um mercado de valores mobiliários, por meio da intervenção direta do Estado na proteção do investidor, nasceu em 1933 com o *Securities Act* norte americano, pretendendo re-

10. Comparato, Fábio Konder, "A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembléias Ge-

cidas como *Securities*.¹¹ O conceito de *Security* apresentado no texto da lei, e depois alvo de interpretações das cortes norte-americanas, leva-nos a entender como, *security* todo instrumento que possibilita participar de maneira direta ou indireta dos resultados da atividade da empresa e que venha a ser objeto de oferta pública.¹²

Como decorrência da regulação da circulação dos valores mobiliários o legislador norte-americano entendeu criar um organismo fiscalizador do cumprimento das disposições de ordem pública emanadas do *Securities Act*, e, em 1934, expediu o *Securities and Exchange Act* de que se originou a *Securities Exchange Commission* (SEC). A SEC, como passou a ser conhecida essa "agência governamental" foi organizada em 2 de julho de 1934, é composta por cinco membros, sendo três deles integrantes do mesmo partido político, todos escolhidos pelo Presidente da República, com consulta e aprovação do Senado, com mandato de 5 anos vencendo-se sempre em junho, alternada e anualmente em relação a seus membros.

Dentre as obrigações regulamentadoras e fiscalizadoras de que se incumbem a SEC, parece-nos a mais importante a apresentação ao Congresso das apreciações sobre as leis de que se venha incumbir como fiscal do poder legislativo e como *amicus curiae* do Judiciário. Essa conduta dos membros da SEC há que ser independente, pois seus cargos dependem de aprovação do próprio Senado, que se pode negar à indicação do Presidente da República.

A partir de seu surgimento é a SEC responsável pelo registro de todas as emissões de *securities* ofertadas ao público, bem

como pela autorização e fiscalização de funcionamento das Bolsas Nacionais, dos profissionais de mercado e mais recentemente da associação dos distribuidores no mercado de balcão (*over the counter market*), responsáveis pela divulgação dos negócios e pela prestação das cotações e liquidações.

No Brasil, o mercado de valores mobiliários data dos últimos anos do século passado, tendo ainda sofrido em sua instalação a influência do encilhamento, que foi a grande crise provocada pelo excesso de emissão de papel moeda pelos bancos particulares, logo após a proclamação da República, acompanhada pela emissão fraudulenta de ações pelas companhias com o conseqüente desenvolvimento do mercado de ações sem controle. No estrangeiro os jornais divulgavam que a adoção do sistema de República Federativa iria dividir o Brasil em pequenas unidades soberanas, o que dificultaria o recebimento dos créditos por parte dos investidores estrangeiros.

Neste clima evoluiu o mercado de títulos e valores mobiliários no Brasil em ritmo lento e gradual até 1965 quando, pela Lei 4.728/65, "Lei do Mercado de Capitais", adaptando-o ao recém-criado Sistema Financeiro Nacional, experimentou grande incremento.

Com o chamado *boom* de 1971, e a conseqüente queda de 1972, novamente se passou a pensar em um sistema de controle da circulação dos valores mobiliários.

Em palestra proferida há anos na Cidade do México, e recentemente traduzida e publicada na *RDM* 58/71, o Prof. Louis Loss, advogado e professor em Harvard, que tem acompanhado *pari passu* a regulação no mercado de valores mobiliários norte-americano, comentou que na área dos valores mobiliários não houve uma legislação federal americana até 1933 e o Congresso teve grande dificuldade, no sentido de preservar as legislações estaduais. "Tal fato é que torna complicada nos Estados Unidos a legis-

Dos estudos então realizados foi-se pouco a pouco concluindo da necessidade de se adotar no Brasil um sistema semelhante àquele da SEC norte-americana, tal como o fizeram a França (COB - *Commission des Opérations de Bourse*) a Itália (CONSOB - *Commissione Nazionale per Società e Borsa*), a Argentina (CNV - *Comisión Nacional de Valores*), ou México (CNTB - *Comisión Nacional de Títulos y Bolsa*)...

Salientamos que na Inglaterra continua vigendo o sistema de auto-regulação, com a adoção do Painel de Ofertas e Fusões (*Painel on Take Over and Mergers - PTM*) em 1968, ao qual se somou em 1978 o organismo supervisor CSI — *Council for the Securities Industry* — árbitro e educador da auto-regulação, sem prejuízo do disposto no *Prevention of Fraud Act* de 1954.

A revelar o espírito inglês, Weinberg informa que "a flexibilidade do Painel em complemento à auto-regulação é que a sua secretaria está sempre apta a atender toda sorte de problemas antes e durante as transações com participações societárias, enquanto que um sistema institucional estaria atrelado a um rígido conjunto de normas que somente poderiam ser interpretadas pelas cortes!"¹³

O Japão por sua vez, também se aliou à corrente da interferência do Estado na circulação dos valores mobiliários, quando em 1943 a *Japan Securities Exchange Law*, unificou todas as Bolsas do país, para em 1947 criar sua comissão de bolsa de valores, entidade, inicialmente apenas assessora da administração da Bolsa, para tornar-se reguladora, após 1948, por influência das forças de ocupação norte-americanas, pelo que se adotou estrutura semelhante àquela da SEC.¹⁴

2.3 A Lei 6.385/76

Na trilha dessas organizações reguladoras ou controladoras da circulação do capital das anônimas, o Brasil iniciou em 1970 a discussão sobre a alteração na lei das sociedades por ações de 1940, tendo, como já dissemos, por escopo a dicotomia em sociedades anônimas abertas, isto é, aquelas que se valem da poupança popular para sua capitalização, e sociedades anônimas fechadas.

Em simpósio realizado na Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, patrocinado pelo Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli, de que tivemos oportunidade de participar, toma-se dos anais a conclusão pela necessidade de se dar tratamento diferencial a cada uma delas.

No prosseguimento de seus estudos o Instituto passou a analisar o anteprojeto de Código Civil unificador do direito privado e que trazia em seu bojo capítulo destinado ao tratamento da Sociedade por Ações. Em 1975 tal capítulo foi retirado do texto projetado e transformado no estudo que redundou em projetos para as Leis 6.385/76 e 6.404/76, que à época dos estudos legislativos caminhavam juntamente.

Quando da aprovação pelas casas do Congresso Nacional a lei que disciplina o Mercado de Valores Mobiliários e criou a CVM mereceu curso mais rápido antecedendo-se, com sua sanção e vigência, à Lei das Sociedades por Ações.

Com a entrada em vigor na data de sua publicação, 9.12.76, a Lei 6.385/76 introduziu no Brasil uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, a quem compete primordialmente regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas, quer na Lei 6.385/76 quer na Lei das Sociedades por Ações.

Instituída com a finalidade de desen-

13. Ver: *Take-Overs and Mergers*, de Weinberg e Blank, London, 1979, p. 210.

14. Ver: *O Mercado de Capitais no Japão*, de Thomaz Schneider, IBMEC, 1975. E lembrar que o mercado de valores mobiliários em Tokio, no ano

11. V. nosso "Comentários à Lei 6.385/76, in *Comentários a Lei de S/A*, v. 3, Resenha Universitária, 1980, p. 7.

12. Sobre a matéria recomendamos a leitura de Louis Loss — professor da Universidade de Harvard, Estados Unidos, e de Philip H. Frisch, diretor

colegiado de 5 (cinco) membros "nomeados pelo Presidente da República", porém sem a obrigatória aprovação do Congresso Nacional, o que seria de desejar houvesse sido trazido do modelo da SEC norte-americana, como tivemos oportunidade de explicar, e justifica nossa preocupação introdutória de que sem esse detalhe criam-se desequilíbrios entre os poderes normativos da CVM e aqueles dos demais poderes do Estado, tal como disciplinados por Montesquieu, principalmente devido à força coatora do § 1º do art. 6º da Lei 6.385/76.

Foi então sob este clima de preponderância do poder Executivo que se editou o Regulamento da CVM, como corolário do disposto na Lei 6.385/76 para ordenar e regular o seu funcionamento.

Assim a Lei 6.385/76, em seus artigos 5º e seguintes e o Regulamento Interno da CVM, disciplinam o poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, dando-lhe vida e eficácia, enquanto a lei processual regula o papel do poder Judiciário, na prestação da tutela jurídica processual do Estado, sem prejuízo do exercício da jurisdição administrativa por parte daquela autarquia.

3. O poder regulamentar da CVM

Dos capítulos anteriormente estudados pudemos ver que a CVM, sendo autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda é órgão do poder Executivo que deve exercer suas funções através de normas e condutas administrativas ao lado do modelo americano da SEC, que, como diz Loss,¹⁵ "deu origem a muitos problemas constitucionais e processuais, desde logo desafiando a tradicional tese de Montesquieu, pois exerce as três funções governamentais: legislativa, executiva e judiciária. Algumas pessoas chamam-na de quarto poder sem cabeça, e sua condição jurídica exata, com respeito

aos Poderes Executivo e Legislativo, não é fácil definir".

Ainda que se tenha esta dificuldade de definir a condição jurídica exata da autarquia reguladora com respeito aos Poderes Executivo e Legislativo, já de plano se põe de lado qualquer dificuldade em admitir sua submissão ao Poder Judiciário, entendendo com o jurista Modesto Carvalhosa¹⁶ que "a questão fundamental está na confusão entre a competência da Comissão de Valores Mobiliários de aplicar sanções administrativas aos integrantes do mercado de capitais e aquela outra competência do Poder Judiciário para decretar a nulidade ou ineficácia desses mesmos atos".

Isto é, não nos parece devam caber, no Brasil, dúvidas quanto aos limites da competência jurisdicional do Estado por meio de seu poder Judiciário, em relação ao valor das normas disciplinadoras do mercado de valores mobiliários estarem sendo aplicadas *ex vi legis*, pela CVM como órgão da administração indireta, de modo a "descentralizar o poder regulamentar do executivo e disciplinar as matérias de caráter técnico da respectiva área sob sua jurisdição administrativa".¹⁷

De outra feita Nelson Eizirik¹⁸ conclui por "demonstrar que o conceito de *regulação de mercados* apresenta em termos de teoria jurídica uma determinada especificidade. Com efeito, há certas normas jurídicas que limitam a conduta dos participantes do mercado, isto é, restringem sua autonomia de vontade ao nível de seus direitos de propriedade e ao nível do conteúdo dos contratos. Tais normas jurídicas podem ser chamadas de *normas reguladoras* e estudadas como normas de Direito Econômico, na medida em que implementam a política econômica de um governo" (grifos do autor).

16. Carvalhosa, Modesto, in *Revista da CVM*, v. 2, n. 6, p. 51.

17. Carvalhosa, ob. cit., p. 53.

18. Eizirik, Nelson, *O Poder do Estado na*

Explica-se, por assim dizer, com facilidade a confusão executivo-legislativa que se impõe à CVM, isto é, pelas próprias normas de Direito Econômico que regem o Sistema Financeiro Nacional, há que se reger também a CVM, pois a este se veio agregar por força da Lei 6.385/76. O Sistema Financeiro Nacional por sua vez está capacitado a legislar em sentido material, pois a Lei 4.595/64 outorgou-lhe competência para tal.

Assim sendo a CVM é competente para legislar por meio de atos regulamentares tidos como expedidos pelo poder Executivo, através de suas Instruções, toda a matéria relativa ao Mercado de Valores Mobiliários, nos termos do art. 8º da Lei 6.385/76.

Por sua vez a CVM ao elaborar seu Regimento Interno, deu em seu Capítulo III (art. 4º) tratamento integral sobre sua Competência, dividindo-a no que concerne ao Sistema de Distribuição (art. 5º), à Negociação no Mercado (art. 6º), às Companhias Abertas (art. 7º), à Administração de Carteiras e Custódia e Valores Mobiliários (art. 8º), aos Auditores, Consultores e Analistas de Valores Mobiliários (art. 9º) e finalmente ao Exercício de suas Atribuições Legais (art. 10).

Em sua primeira manifestação (Deliberação CVM n. 1) a CVM, no intuito de elucidar o *modus operandi* na consecução de seus objetivos, instituiu a nomenclatura por meio da qual denominaria hierarquicamente os atos por via dos quais passaria a exercer sua competência.

A competência da CVM foi-lhe atribuída pela Lei 6.385/76 subordinando-a ao Conselho Monetário Nacional (art. 3º) nos moldes da Lei 4.595/64, complementada pela Lei 4.728/65.

Estas leis foram dando organicidade ao Sistema Financeiro Nacional de modo a evitar os abusos do poder econômico e o domínio dos mercados, tal como se enfoca no capítulo da Ordem Econômica

4. A CVM como "amicus curiae"

Como tivemos oportunidade de afirmar, a jurisdição da CVM é administrativa e nesse âmbito ela exerce seu poder, cumpre, no entanto, ao poder Judiciário conhecer das lides que tenham por objeto matéria incluída na competência da CVM, como bem esclarece o art. 31 da Lei 6.385/76 com a nova redação que lhe deu a Lei 6.616/78 que introduziu a figura do *amicus curiae*, representada pela CVM.

A independência do poder Judiciário em nenhum momento vê-se prejudicada pela legislação em tela. Vindo a Lei 6.616/78 dar maior alcance à capacidade da CVM no sentido de defender as normas de ordem pública que lhe são próprias ou que são próprias de sua competência, para que, intimada, possa adentrar ao processo judicial que verse sobre matéria da sua competência administrativa, podendo inclusive interpor o competente recurso, na desistência do mesmo pelas partes.

Assim o poder regulador da CVM deve ser subdividido em um poder/dever, no que concerne às normas de proteção ao investidor (em especial do critério informativo das companhias abertas) e de fazer cumprir as normas legais e regulamentadoras e de um poder/faculdade no que concerne a sugerir ao Conselho Monetário Nacional normas visando promover e assegurar o funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, bem como no exercício da função de *amicus curiae*.

Em síntese, após este período em que pretendemos haver tangenciado o maior número de pontos referentes à implantação de uma "agência governamental" destinada a promover e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários no sentido de evitarem-se prejuízos aos acionistas minoritários (ou simplesmente investidores), podemos dizer que a autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, como órgão da administração indireta do poder executivo, denominada

e 6.404/76 para a consecução desse objetivo, com jurisdição em todo o território nacional e nos limites de sua competência.

Ao poder Judiciário então compete a tutela jurídica processual sobre lides decorrentes da ação ou omissão da CVM no cumprimento de sua finalidade, julgando nas instâncias do Judiciário aquela pretensão resistida na esfera administrativa.

5. 1996 — A competência do CMN frente ao art. 2º da Lei 6.385/76¹⁹

Ante o desaparecimento do decreto-lei e assim da preponderância do poder Executivo, pelas normas da Constituição de 1988, passando a competência constitucional para legislar sobre direito comercial, direito financeiro etc. exclusivamente para o âmbito do poder Legislativo Federal, composto pelas duas casas do Congresso Nacional, é tomando-se das disposições constitucionais que se deve analisar a competência das “agências governamentais”, isto é, das autarquias vinculadas ao poder Executivo, dotadas de órgão deliberativo colegiado com competência administrativa regulamentadora de normas legais.

Como verificamos da conclusão a que chegamos no trabalho escrito em 1986, a competência do CMN é originária, outorgada pela lei que o criou (Lei 4.595/64) e por aquelas que se seguiram e a foram ampliando.

Os estudos desenvolvidos sobre competências originárias, delegadas e concorrentes acentuaram-se no trato da Constituição de 1988, porém apenas como o tratamento dado entre si, aos três níveis de governo, União, Estados e Municípios, regulando a atividade legislativa de cada um deles frente ao seu próprio poder Legislativo, ou em relação ao poder Legislativo

de outro nível, em face da competência concorrente ou a quem possa ser atribuída competência delegada; porém a competência atribuída, pela Constituição Federal, à União para legislar sobre matéria financeira ou econômica, e em especial pelo art. 192, outorga-a ao Congresso Nacional para legislar sobre todo o Sistema Financeiro Nacional, inclusive assinando competência especial, complementar para a regulação e aplicação dos atos legislados.

Uma vez recepcionada a Lei 4.595/64 e todas as demais que a seguem, há que se entender inclusive que enquanto transformações não vierem a ocorrer no que respeita ao art. 192 da Constituição de 1988, essa legislação adquire o caráter de lei complementar por força da sua recepção frente àquele dispositivo.

Como afirma Fernanda Menezes de Almeida²⁰ “a Federação, a rigor é um grande sistema de repartição de competências. É essa repartição que dá substância à descentralização em unidades autônomas”, isto é, as competências instituídas pela lei, no delinear dos poderes de cada organismo por ela criado, são perfeitamente originais, *ex lege*, se emanada do poder Legislativo constitucionalmente capacitado ao seu exercício, não há assim uma “delegação” mas uma “atribuição”, cuja legitimidade está no poder outorgante.

Competência, segundo José Afonso da Silva²¹ “é a faculdade juridicamente atribuída a uma entidade ou a um órgão ou agente do Poder Público para emitir decisões. Competência são as diversas modalidades de poder de que se servem os órgãos ou entidades estatais para realizar suas funções”. São estes dois elementos atribuídos pela lei aos agentes do poder da União, originariamente competentes para a prática das decisões regulamentadoras e fiscalizadoras

que lhes incumbe. Assim o Conselho Monetário Nacional e, sob ele, a Comissão de Valores Mobiliários.

A Constituição de 1988, dentro da ordem econômica e financeira, em capítulo especial vem a dar guarida ao microsistema jurídico denominado “Sistema Financeiro Nacional”, a ser, por meio da lei complementar, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País, enquanto o art. 22 outorga competência privativa, isto é, indelegável, à União para legislar sobre direito comercial (I), sistema monetário ... títulos e garantias dos metais (VI), política de crédito, câmbio, seguro e transferência de valores (VII), sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular (XIX), que são atos típicos dos mercados que integram o Sistema Financeiro Nacional, regulado por esse microsistema jurídico, todo ele recepcionado pela Constituição de 1988, enquanto a lei complementar a que alude o seu art. 192 não o substituir.

Como cabe ao Congresso Nacional dispor sobre todas as matérias de competência da União, em especial sobre matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações (art. 48 — XIII), cabe também a ele definir a atividade do Conselho Monetário Nacional outorgando-lhe assim, originariamente a competência para a prática dos atos que lhe compõem a atividade.

Valendo-nos uma vez mais dos ensinamentos do Prof. Fábio Konder Comparato²² vemos que, “o impasse tem sido resolvido, nos sistemas legislativos contemporâneos através de dois métodos principais. O primeiro deles, cujo exemplo nos é dado pelo sistema constitucional francês de 1958, consiste em reservar à lei um certo número de matérias que dizem respeito aos princípios da organização política social e econômica e de atribuir ao executivo a faculdade de disciplinar tudo o mais por meio

de ordenações. O segundo método consiste na criação de órgãos executivos autônomos, aos quais a lei atribui poderes normativos específicos, em setores determinados. Foi este último o caminho seguido nos Estados Unidos com as *Independent Regulatory Commissions*. É esta também a trilha adotada pelo legislador brasileiro, durante o Estado Novo e também a partir de 1964”.

Assim qualquer lei que venha outorgar competência às “agências” do poder Executivo, somente lhes vai permitir atuar por meio de atos administrativos, normativos ou apenatórios autorizados nos limites da outorga, criando assim microsistemas normativos.

No Brasil, ao Conselho Monetário Nacional - CMN a lei acometeu funções privativas de caráter complementar normativo, atribuindo-lhe competência para dirigir a política financeira e creditícia do País, por meio de resoluções emanadas de seu plenário e vinculantes para todas as entidades a que autoriza participar do Sistema Financeiro Nacional e a quem com elas se relacione, por meio da prática de atos jurídicos tipificados.

A competência do CMN para assim resolver lhe é atribuída originariamente pelo art. 4º da Lei 4.595/64 que, após a edição da Constituição de 1988, foi recepcionada como a lei complementar a que alude o seu art. 192 até que outra a possa substituir.²³

As *Resoluções* do CMN atuam como o complemento normativo da lei que lhe outorgou esta competência, pelo que não há que se falar em delegação, pois a ele compete “o preenchimento de uma norma legal em branco atuando portanto como o necessário momento integrativo do seu conteúdo, e participando de sua natureza”²⁴ (grifo do autor).

20. Almeida, Fernanda Dias Menezes, *Competências na Constituição de 1988*, Atlas, S. Paulo, 1991, p. 30.

23. V. Projeto de Lei complementar 47/91 de autoria do Dep. Francisco Dornelles em tramitação no Congresso Nacional, tendo como relator o Dep.

19. Síntese resultante das aulas preparadas para serem monitoradas nos cursos de bacharelado da

O que fez a Lei 6.385/76 foi acrescentar, à já existente competência do CMN, tal como definida na Lei 4.595/64, aqueles poderes constantes de seu texto legal, no sentido de se regulamentar a política para o mercado de valores mobiliários, por meio da administração e da fiscalização da CVM, reconhecendo-se assim a competência do CMN para atribuir a "outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas", a condição de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76 (art. 2º — III).

6. 1997 — Os efeitos da Lei 9.457/97 na competência da CVM²⁵

A Lei 9.457/97 não só procurou alterar dispositivos da Lei 6.404/76, como também inovou no que respeita aos poderes e à competência outorgados à CVM, pela Lei 6.385/76, do que puderam resultar alguns poderes passíveis de arguição de inconstitucionalidade, ao ampliar para além do âmbito do poder Executivo, a competência exercida por aquela autarquia.

Esta preocupação diz respeito à alteração proposta pelo art. 2º da Lei 9.457/97, com a redação dada aos §§ 5º e 10º do art. 11 da Lei 6.385/76, pretendendo atribuir competência à CVM para suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo a que legitimamente der início, se o indiciado ou acusado assinar termo de compromisso obrigando-se a:

"I — Cessar a prática de atividades nos atos considerados ilícitos pela CVM;

"II — Corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos."

Ainda que se possa dizer como Eizirik que "não houve, com a reforma promovida mediante a Lei 9.457/97, substancial alteração no que tange ao âmbito de atuação da CVM", não é menos verdade que "a Lei

9.457/97, dotou a CVM de mais amplos e eficazes poderes punitivos, os quais devem ser exercitados sempre com obediência ao princípio do 'devido processo legal'."²⁶

Estar-se-ia atuando dentro do devido processo legal (*due process of law*) ao impedir ao curso de um procedimento administrativo instaurado pela CVM, para apuração de atividades ou atos ilícitos, que assim por ela considerados haveriam de tê-la legitimado à instauração, para ao depois considerá-los passíveis de interrupção por acordo entre a autarquia e o indiciado, sem a oitiva do Ministério Público ou a eventual homologação judicial do ato terminativo do procedimento administrativo, apurador da violação à ordem pública?

No sentido de elucidar a pergunta é que recordamos as palavras de Bolívar Rocha²⁷ para quem "a polêmica surgiu a propósito do art. 18, II — 'b' da Lei 6.385/76 que atribui competência à Comissão para definir a configuração das condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores", fato que se normatizou por meio da Instrução CVM 8/79, que veda aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e demais participantes do mercado de valores mobiliários a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

É no item II desta Instrução que a CVM define os fatos típicos acima enunciados, cumprindo assim com o disposto na Lei 6.385/76, porém deixando amplo critério subjetivo e dependente da prova dos fatos, à sua própria consideração. Assim a

26. Eizirik, Nelson, *Reforma das S/A e Mercado de Capitais*, Renovar, RJ, 1997, p. 135.

27. Rocha, Bolívar B. M., "O Poder Normati-

consideração de ilicitude a ser atribuída aos atos cuja definição a CVM cuidou de manter nos termos da Instrução 8/79, leva à necessidade de apuração mediante complementação do inquérito competente, cuja interrupção pelo mencionado acordo deixa dúvidas sobre a própria ilicitude do ato.

Estará sendo despicienda a norma gerada pela Lei 9.457/97, pelo condão de interromper o procedimento administrativo inquisitório e apenatório, ao mesmo tempo que o referido acordo possa ser objeto de discussão judicial, proposta pelos envolvidos ou pelo Ministério Público. Caso a decisão pelo acordo deva terminativa, não reconhecemos à CVM competência homologatória *erga omnes*.

Como afirma Eizirik²⁸ "nesta fase do processo administrativo, na realidade as condutas estão sob investigação, para apuração de eventuais irregularidades ou ilegalidades", pelo que concluímos que a CVM, ao intentar o acordo, não tem como afirmar da ilicitude!

Ainda que se possa aplicar a analogia com a Lei 8.884/94 conforme o sugere o mesmo Eizirik, esta, não só se expressa pela cessação de prática sob investigação, como mantém em aberto a possibilidade de alterações posteriores no termo de compromisso, o que o torna susceptível de se transformar em objeto de lide posterior, o que não é próprio das transações.

Por outro lado, há que se lembrar a figura do terceiro prejudicado, a quem a Lei 9.457/97 procurou resguardar com a indenização pelos prejuízos a ele causados pelo indiciado, sem que no entanto ao mesmo terceiro seja dado manifestar-se sobre sua quantificação, senão pela via judicial.

Estas e outras questões decorrentes desta pretensão do legislador de suspender o processo administrativo, sem assegurar às partes e aos terceiros a estabilidade jurídica da solução, está, ao mesmo tempo, a revelar uma insegurança jurídica e uma

inocuidade decorrente da impossibilidade legal da delegação de competência que se estaria a admitir, se ao referido acordo se atribuir a natureza da transação, "inclusive indenizando os prejuízos".

A inexistência do princípio do contraditório neste procedimento, para tratar de considerar um indiciado ou acusado de "atividade ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários", passível de firmar uma transação de "bom comportamento" por uma consideração unilateral da CVM, apenas para "agilizar" a solução da controvérsia, nos parece agora, ao contrário de tudo o que dissemos, até então uma delegação ao órgão do Executivo, de poderes do Judiciário, que, se não trataria de competência originária para a complementação dos atos legalmente pré-dispostos pela lei, mas de delegação vedada pelos princípios constitucionais, pois se estará tratando de atribuir à CVM uma competência própria e indelegável do poder Judiciário de homologar transações pactuadas pelos contadores. Além do que é, até mesmo, de se poder pôr em dúvida a transacionalidade do bem público tutelado pela CVM, cuja preservação jurídica ela mesma deve acometer ao Ministério Público, na defesa "dos interesses sociais e individuais indisponíveis"²⁹ que lhe compete.

O parecer de orientação CVM 6/80 institui com clareza as duas fases de processo administrativo; aquela da investigação, onde há apenas o indiciado e aquela do procedimento sancionador, onde já havendo o acusado, a intimação dá início ao procedimento contraditório. Como de ambos o indiciado ou acusado participam é que pretende a lei economia processual por meio de transação, cuja fonte inspiradora é o *consent decree*, do direito americano, que se traduz por "autorização de órgão do poder público."³⁰

29. Constituição Federal de 1988, art. 127.

30. Goyos Jr., Durval de Noronha, *Noronha's*

25. Texto preparado para o ciclo de conferências realizadas pela AASP sob coordenação de Dr.

Ainda com Eizirik,³¹ "o instituto do *consent decree* tem origem no direito norte-americano e significa o acordo ajustado entre o indiciado ou o acusado da prática de algum ilícito civil ou criminal e a autoridade pública encarregada de sua investigação...". Ocorre, no entanto, que a ordem pública no Brasil assegura direitos indisponíveis e portanto não passíveis de transação, especialmente na esfera administrativa e aonde existam terceiros afetados, como é o caso da previsão indenizatória do texto legal.

Valendo dizer assim que, neste caso há dificuldade em se defender a legitimidade da competência da CVM, tal como viemos fazendo até aqui, neste caso especial pretendido pelo legislador de 1997, para a prática de funções que não sejam apenas aquelas disciplinadoras e fiscalizadoras do mercado de valores mobiliários. A competência, que neste caso lhe é atribuída *ex lege*, pelo art. 11 da Lei 6.385/76, com a introdução dos novos parágrafos, temo-la por indevidamente delegada, para a prática do pretendido "termo de compromisso", que versa sobre direitos que entendemos indisponíveis, tanto é que se viu o legislador na contingência de introduzir a norma excludente de culpabilidade assumida, constante do § 6º.

A dúvida que nos assola, no entanto, permanece no ar para que as decisões jurisprudenciais que se sucederem à vigência da Lei 9.457/97, venham a tornar clara esta preocupação no sentido de se estar retirando do poder competente a apreciação terminativa sobre a cessação da prática dos atos ou da atividade, a fixação da indenização por prejuízos ao "mercado", que são terceiros e, principalmente, a configuração de sua ilicitude. Ou a qualquer instante o procedimento mesmo cumprido o acordo poderá ser reaberto, se entendido ineficaz o acordo ou o seu cumprimento?

E, por fim, não nos parece cabível a aplicação da figura típica da "desobediên-

cia" prevista no art. 330 do Código Penal, ao caso em tela, pelas próprias características de que o tipo penal se reveste, além da possível incongruência na aplicação de pena antes da conclusão do procedimento administrativo que houvera sido suspenso pelo "termo" e que, ao seu inadimplemento, deve prosseguir até as suas conclusões em nível administrativo, "para aplicação das penalidades cabíveis", nesta esfera (§§ 5º a 12 do art. 11 da Lei 6.385/76, na forma da Lei 9.457/97). Deixamos ainda em destaque a disposição do § 10, em que pretende o legislador possa essa discutível delegação vir a sair objeto de subdelegação às entidades civis, em torno das quais se organizam os mercados.

7. Conclusão

Trazemos para completar o nosso trabalho as palavras do Prof. Luiz Gastão Paes de Barros Leães³² para quem "... nos casos de órgãos públicos policiadores da economia, criados pela legislação relativa à intervenção econômica, como são exemplos o Conselho Monetário Nacional, ... a Comissão de Valores Mobiliários ... e tantos outros, o poder regulamentar é atribuído aos órgãos de direção da entidade criada pela lei, tendo em vista a possibilidade de delegação da competência administrativa, que, por não excluir a competência concorrente e superior do chefe do Executivo (antes a implica), não fica ao desamparo do dispositivo constitucional, que, nos termos em que foi colocada, expressamente a autoriza". Esclarecemos que este texto do Prof. Leães foi redigido anteriormente à Constituição de 1988, o que nos permite, *data venia*, interpretar a "delegação da competência" como "atribuição de competência" sem que, no entanto, se lhe altere o sentido das afirmações com

32. Leães, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mer-*

que concordamos e que em muito elucidam o nosso pensamento.

Entende-se assim a competência do CMN e da CVM, como o poder que lhes é atribuído pela lei que os instituiu, legitimando-os para regular por meio de normas jurídicas hierarquicamente inferiores às leis emanadas do poder Legislativo, as relações jurídicas que se realizam nos limites de suas jurisdições administrativas, sem que se deleguem aos mesmos competências próprias de outros poderes.

Não se trata de competência delegada, mas de competência originária ditada pelo legislador ao exercer as suas funções na órbita que lhe compete, dentro da partição dos poderes do Estado; atribui às entidades autárquicas a competência necessária e suficiente para que, dotadas do poder de império do Estado, aquelas pessoas jurídicas de direito público preencham o espaço que lhes cabe e que decorre da lei que lhes dá origem, constituição e função, com a conseqüente competência específica.