



Paulo Ferreira Dias da Silva

**A CVM e o Sigilo Bancário na
Constituição Brasileira**

**Entre o Direito à Privacidade e o Dever de
Proteção à Poupança Popular**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Francisco de Guimaraens

Co-orientadora: Prof^a. Caitlin Sampaio Mulholland

Rio de Janeiro

Dezembro de 2013



Paulo Ferreira Dias da Silva

**A CVM e o Sigilo Bancário na
Constituição Brasileira**

**Entre o Direito à Privacidade e o Dever de
Proteção à Poupança Popular**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Francisco de Guimarães

Orientador

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof^a. Caitlin Sampaio Mulholland

Co-orientadora

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof^a. Maria Celina Bodin de Moraes

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof. Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo

Departamento de Direito – UFF

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do Centro de
Ciências Sociais – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2013

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador

Paulo Ferreira Dias da Silva

Graduou-se em Economia em 1994 e em Direito em 1999, ambas pela Universidade de São Paulo – USP. Pós-graduou-se em Regulação do Mercado de Capitais pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro em 2004 e, atualmente, é mestrando em Direito Civil na Universidade de Girona (previsão de conclusão: junho de 2014). É analista de mercado de capitais da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, onde ocupa a função de Assessor da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários, sendo o responsável pelas atividades de investigação de irregularidades no âmbito ofertas públicas de valores mobiliários. É servidor da CVM desde 1988. É pesquisador da área de Direito Constitucional no tema: ordem econômica constitucional.

Ficha Catalográfica

Silva, Paulo Ferreira Dias da.

A CVM e o Sigilo Bancário na Constituição Brasileira: Entre o Direito à Privacidade e o Dever de Proteção à Poupança Popular / Paulo Ferreira Dias da Silva; Orientador: Francisco de Guimaraens. Rio de Janeiro. PUC – Departamento de Direito, 2013.

v., 185f. ; 30cm

1.Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito, 2014.

Inclui Referências Bibliográficas

1. Direito – Teses. 2. regulação. 3. sigilo bancário. 4. privacidade. 5. proteção à poupança popular. 6. CVM. I. Guimaraens, Francisco de Guimaraens. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Direito. III. Título.

CDD:340

Às mulheres de minha vida, na ordem em que nela surgiram: a mãe Cleusa, a avó Filomena, a filha Marina e a mulher Renata. Às primeiras credito a essência, às segundas a forma do que sou hoje.

E ao guri que está chegando, Antonio Bento.

Agradecimentos

Pela inestimável oportunidade, ao Programa de Pós-Graduação em Direito da PUC-Rio, na pessoa de sua Coordenadora, Professora Gisele Cittadino, e à Comissão de Valores Mobiliários, na pessoa de seu Superintendente de Registros de Valores Mobiliários, Sr. Reginaldo Pereira de Oliveira.

Pelas orientações que, sem perder a ternura, levaram-me a sobrepor meus limites, aos Professores Francisco de Guimaraens e Caitlin Sampaio Mulholland.

Pela amizade e incentivo nas horas mais difíceis, à Professora Márcia Nina Bernardes.

Pela boa vontade permanente, aos funcionários da PUC, Anderson e Carmen.

Pela compreensão e apoio infinitos, à Renata Macedo.

Pela falta de compreensão, ao não abrir mão do pai no período de elaboração da presente dissertação, à Marina Serena da Gloria Vergueiro e Silva.

Resumo

Silva, Paulo Ferreira Dias da; Guimaraens, Francisco de. **A CVM e o Sigilo Bancário na Constituição Brasileira: Entre o Direito à Privacidade e o Dever de Proteção à Poupança Popular**. Rio de Janeiro, 2013. 185p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade estatal que regula o mercado de valores mobiliários brasileiro (MVM). Tal função abrange uma ampla gama de ações, dentre as quais a edição e a promoção do cumprimento de normas incidentes sobre as atividades econômicas desenvolvidas no MVM, a apuração das infrações a essas normas e a aplicação de penalidades ao final do curso de processos administrativos. Algumas dessas infrações administrativas também configuram crimes na legislação brasileira. Trata-se de ofertas irregulares de investimentos ao público em geral, usos de informação privilegiada, modalidades de fraude ou manipulação de preços, sempre envolvendo a emissão e a negociação de valores mobiliários. Não raro, a definição da autoria dessas infrações, que de tão graves configuram crimes, depende da análise de dados relacionados à movimentação financeira de pessoas, físicas ou jurídicas, investigadas pela CVM. A possibilidade de acesso a dados dessa natureza foi examinada pelo Supremo Tribunal Federal (STF) à luz do disposto no inciso XII do artigo 5º da Constituição Brasileira, dispositivo que consagra o sigilo de dados, mas também prevê o seu afastamento, desde que “por ordem judicial, nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer para fins de investigação criminal ou instrução processual penal”. Ao debruçar-se sobre essa realidade, a presente dissertação procura verificar se o afastamento ou a inaplicabilidade do sigilo que protege a movimentação financeira das pessoas, a chamada *quebra de sigilo bancário*, quando destinada a esparcar dúvidas sobre a autoria de infrações graves investigadas pela CVM, é juridicamente sustentável. Com esse intuito, esboça uma interpretação da Constituição Brasileira inspirada em princípios constitucionais universais e na moderna doutrina do direito civil constitucional europeu.

Palavras-chave

Regulação; sigilo bancário; privacidade; proteção à poupança popular; CVM.

Abstract

Silva, Paulo Ferreira Dias da; Guimaraens, Francisco de (Advisor). **The Brazilian Securities And Exchange Commission (Cvm) and Banking Secrecy into yhe Brazilian Constitution: Balance Between the Right to Privacy and the Duty to Protect the Savings From the General Public.** Rio de Janeiro, 2013. 185p. MSc. Dissertation – Departamento de Direito, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) is the entity responsible to Securities market's regulation. For this function is needed a wide range actions, such as the edition and promotion the compliance with rules about the economic activities carried out in the securities market, investigation of violations of these rules as well the application of penalties in the ending of an administrative proceeding. Some of these administrative violations should also be characterized as a crime into the Brazilian Law. It is irregular investments offering for the general public, use of inside information and types of fraud or price manipulation, always in issuing and trading securities. It is not uncommon to the definition of authorship, so serious that configures such a crime, to depend of data collection and analysis regarding financial activities from individuals or entities submitted to a CVM investigation. The possibility to collect data regarding financial activities had been submitted to the Brazilian Supreme Court of Justice (STF) in the light of article 5º, item XII, of the Brazilian Federal Constitution, that establishes the Data Secrecy protection, but also provides its deviation, however "by court order, in hypothesis and under the rules established for the criminal investigation or criminal proceeding's instructions". When looking at this reality, the present thesis intends to verify if the inapplicability of the secrecy that protects the financial activities from individuals or entities, called *breach of banking secrecy*, when intended to repel doubts about the authorship of serious offenses that are being investigated by CVM, is legally sustainable. Thus, it delineates an interpretation of the Brazilian Federal Constitution equally inspired in constitutional law universal principles and by the modern civil constitutional law european doctrine.

Keywords

Regulation; protection of public savings; privacy; banking secrecy; CVM.

Sumário

Introdução	9
1. A índole constitucional da CVM	14
1.1. Da CVM à Constituição	14
1.2. A CVM na Constituição	27
1.3. A Ordem Econômica Constitucional	55
1.4. CVM: O Estado regulador da economia capitalista	73
2. A evolução da CVM e de seu campo de ação pela ampliação do conceito de valor mobiliário	78
2.1. A evolução da CVM	78
2.2. A evolução do conceito de valor mobiliário	90
3 A CVM e o problema do sigilo bancário	115
3.1. Introdução	115
3.2. Notas sobre o tratamento do sigilo bancário	122
3.2.1 Na Constituição	122
3.2.2 No STF	136
3.2.3 No TRF	141
3.2.4 Na Lei Complementar 105	142
3.2.5 No Convênio Bacen x CVM	147
3.3. Um ponto de vista do direito civil constitucional	149
4. Conclusão	153
5. Referências Bibliográficas	155
6. Anexo	167

Siglas

ADIn – Ação Direta de Inconstitucionalidade

ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

ANP – Agência Nacional de Petróleo

BACEN ou BC – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção

CC – Código Civil Brasileiro

CF – Constituição Federal de 1988

CFTC - *U.S. Commodity Futures Trading Commission*

CMN - Conselho Monetário Nacional

CTN – Código Tributário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DJ – Diário da Justiça

LC – Lei Complementar

LF – Letra Financeira

MS – Mandado de Segurança

MVM - Mercado de Valores Mobiliários

PGBC – Procuradoria Geral do Banco Central do Brasil

RE – Recurso Extraordinário

RTJ – Revista do Tribunal de Justiça

SEC - *Securities and Exchange Commission*

STF - Supremo Tribunal Federal

TCU – Tribunal de Contas da União

TRF - Tribunal Regional Federal

Introdução

A Constituição da República Federativa do Brasil, promulgada em 1988, conferiu ao Estado a função de regulador da economia do país, vale dizer, das atividades econômicas desenvolvidas por estas terras.

Inobstante as muitas alterações sofridas pelo texto de nossa Constituição desde sua promulgação e pelo ordenamento jurídico brasileiro como um todo, nota-se que tal comando do constituinte de 1988 sobrevive a essas mudanças, a elas se amolda e com elas se aperfeiçoa e consolida.

Trata-se de fenômeno devido a compromissos maiores – por vezes antagônicos - assumidos pela Carta, a um só tempo, com o capitalismo e a justiça social, compromissos que demandam equidade na distribuição das riquezas geradas numa economia cuja matriz, capitalista, tem por pressuposto a concentração dessas riquezas.

Tão complexa quanto soberana, tal constatação paira sobre o todo do presente trabalho, orientando-o especificamente na persecução do objetivo de sua primeira parte: identificar, na ordem econômica constitucional brasileira, a posição ocupada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, autarquia federal que regula no Brasil as atividades econômicas desenvolvidas no âmbito de seu Mercado de Valores Mobiliários - MVM.

Conceitos elementares, colhidos da teoria da constituição e do direito econômico, pavimentam a rota do trabalho na direção de seu segundo objetivo: compreender as funções da CVM sob a premissa deduzida da primeira parte, qual seja, a de que a entidade é uma personificação instrumental do Estado visando ao cumprimento de um mandado constitucional.

Testamos a hipótese, primeiramente analisando a origem e a evolução do aparato legal que sustenta a existência da autarquia, para, em seguida, apontarmos algumas nuances que a realidade oferece, materializadas em exemplos de sua atuação concreta.

Com esse intuito, são examinadas duas decisões do órgão superior da CVM – o Colegiado. Estas foram escolhidas por duas razões: preliminarmente, porque manifestam, a um só tempo, caráter consultivo e cogente, demonstrando que a função reguladora é complexa, como é complexa, a ponto de insinuar-se contraditória, a ordem econômica constitucional que a enseja. No mérito, porque ambas se ocupam do conceito de valor mobiliário, elemento essencial à delimitação do campo de atuação da CVM.

Atuação que abrange ampla uma gama de ações, dentre as quais (i) a edição de normas infralegais que regulamentam as atividades econômicas desenvolvidas no MVM, (ii) a apuração de infrações a essas normas e a normas legais cujo cumprimento a lei incumbe à CVM fiscalizar, e (iii) a aplicação de penalidades mediante a instauração, condução e julgamento de processos administrativos.

Destaca-se que algumas dessas infrações administrativas também são tipificadas como crimes pela legislação brasileira: ofertas irregulares de investimentos ao público em geral, usos de informação privilegiada, modalidades de fraude ou manipulação de preços, sempre envolvendo a emissão e/ou a negociação de valores mobiliários. E, não raro, a apuração de tais infrações, que de tão graves configuram crimes, depende do exame da movimentação financeira de pessoas, físicas ou jurídicas, investigadas pela CVM.

A possibilidade de acesso a dados dessa natureza foi examinada pelo Supremo Tribunal Federal (STF) à luz do disposto no inciso XII do artigo 5º da Constituição Brasileira, dispositivo que consagra “a inviolabilidade do sigilo da correspondência, das comunicações telegráficas, de dados e das comunicações telefônicas”, mas também prevê o seu afastamento, “no último caso, por ordem judicial, nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer para fins de investigação criminal ou instrução processual penal”.

Ao deter-se sobre essa questão, o trabalho vislumbra um embate entre a proteção da privacidade *vis a vis* a proteção da poupança popular. Seu derradeiro objetivo será, então, verificar se o afastamento ou a inaplicabilidade do sigilo que protege os dados relacionados à movimentação financeira das pessoas, genericamente chamado de *sigilo bancário*, quando imprescindível à identificação

da autoria de infrações graves investigadas pela CVM, é juridicamente sustentável.

Nesse sentido, traça-se um perfil de como o assunto vem sendo tratado nas esferas administrativa e judicial brasileira, para, ao fim, esboçar-se uma hipótese de interpretação da Constituição Brasileira inspirada no direito civil constitucional.

Da doutrina civil constitucional pinçamos, em escritos do jurista italiano Stefano Rodotà, uma moderna abordagem teórica do direito à privacidade, quando relacionado ao sigilo bancário, e um relato da experiência institucional europeia no exame da questão.

Tal opção se pauta na atuação de Rodotà como professor de direito civil da Universidade “La Sapienza”, em Roma, e como político, parlamentar italiano, deputado europeu, presidente da Autoridade de Proteção de Dados Pessoais da Itália e do Grupo de Autoridades de Proteção de Dados Pessoais na Europa¹.

Para tanto, o trabalho se divide em três capítulos.

O primeiro traz um estudo da índole constitucional da CVM, enquanto pressuposto necessário ao reconhecimento, no exercício das funções mais essenciais da entidade, de estatura suficiente para ensejar a relativização do sigilo bancário, considerando-se que tal instituto, no atual entendimento do STF, encontra substrato em direito fundamental constitucionalmente estabelecido.

Nesse capítulo são esmiuçadas a natureza da entidade, seus limites e possibilidades, a partir de conceitos elementares ao direito em suas escolas administrativa, constitucional e econômica: *administração pública, interesse público, poder-dever, poder de polícia, função, regulação, atividade econômica, autarquia, autarquia especial, agências reguladoras, Estado regulador, Constituição*.

O segundo capítulo procura oferecer subsídios para a compreensão da atuação da CVM, por meio da análise da evolução do aparato legal que a sustenta

¹ RODOTÀ, 2008, pp. 1-2.

e ao conceito de valor mobiliário, definidor do escopo do órgão, como se procura demonstrar.

Identificada a índole constitucional da CVM e delimitado o seu campo de ação, enquanto agente do Estado regulador da atividade econômica, o terceiro capítulo procura chamar à atenção para os danos que a tutela constitucional do sigilo bancário, sob o manto dos direitos fundamentais à intimidade ou a privacidade, pode gerar à atuação da autarquia na proteção da poupança popular.

Nesse sentido, são apresentados e analisados: os dispositivos constitucionais relacionados ao sigilo bancário pela jurisprudência brasileira e os dispositivos legais que prevêm seu afastamento ou inaplicabilidade; decisões do STF envolvendo o tema; um pedido de quebra de sigilo bancário feito pela CVM ao Poder Judiciário; e, finalmente, o convênio que prevê o intercâmbio, entre o Banco Central do Brasil e a CVM, de informações protegidas pelo instituto.

Na parte final deste último capítulo, toma-se a moderna doutrina do direito civil constitucional como sustentáculo a uma interpretação da Constituição Brasileira que descaracteriza o afastamento do sigilo bancário como violação de direito fundamental, permitindo uma adequada proteção à poupança, não só do povo brasileiro, mas de todas as pessoas, físicas ou jurídicas, que decidam investir seu dinheiro na economia de nosso país.

1

A índole constitucional da CVM

1.1

Da CVM à Constituição

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM foi criada pela Lei nº 6.385, de 07.12.1976, na forma da redação original de seu art. 5º, que dizia simplesmente: “é instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda”.

Hoje, na redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002, o mesmo art. 5º diz: “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.”

A caracterização da CVM como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda nos remete imediatamente ao Decreto-lei nº 200, de 25.02.1967.

Este completa o disposto no art. 5º da Lei da CVM ao (i) dividir a administração federal em administração direta e indireta, posicionando as autarquias dentre as entidades da administração indireta; (ii) conceituar autarquia; e (iii) vincular cada entidade da administração indireta ao Ministério cuja área de competência abrange sua atividade.

É o que se tem nos artigos 4º e 5º do DL 200/67. *In verbis*:

Art. 4º A Administração Federal compreende: I - A Administração Direta, que se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios. II - A Administração Indireta, que compreende as seguintes categorias de entidades, dotadas de personalidade jurídica própria: a) Autarquias; b) Empresas Públicas; c) Sociedades de Economia Mista; d)

Fundações públicas. Parágrafo único. As entidades compreendidas na Administração Indireta vinculam-se ao Ministério em cuja área de competência estiver enquadrada sua principal atividade.

Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se: I - Autarquia - o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada. II - Empresa Pública - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criado por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito. III - Sociedade de Economia Mista - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta. IV - Fundação Pública - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, criada em virtude de autorização legislativa, para o desenvolvimento de atividades que não exijam execução por órgãos ou entidades de direito público, com autonomia administrativa, patrimônio próprio gerido pelos respectivos órgãos de direção, e funcionamento custeado por recursos da União e de outras fontes.

A divisão da administração pública federal em administração direta e indireta prevista no antigo Decreto-lei foi acolhida pela Constituição de 1988. Isto se verifica já no *caput* de seu art. 37 que, ao declarar os princípios constitucionais norteadores da administração pública, estabeleceu: “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”.

Indo além, nota-se que a administração indireta é reconhecida pela Constituição como parte da organização do Estado brasileiro à medida que a submete aos mesmos limites e controles que impõe à administração direta.

Neste sentido, destaca Maria Sylvia Zanella Di Pietro², a Constituição de 1988, no art. 49, X, fala em fiscalização e controle dos atos do Poder Executivo, incluindo os da Administração Indireta; no art. 70, dispõe sobre a fiscalização da União e das entidades da Administração Direta e Indireta; no art. 71, que trata do controle externo da administração pública exercido pelo Congresso Nacional com o auxílio do Tribunal de Contas da União, menciona, no inciso II, a

² DI PIETRO, 2009, p. 420.

Administração Direta e Indireta; no art. 165, que trata da lei orçamentária anual, refere-se, em seu § 5º, I e III, a entidades da Administração Direta e Indireta; o mesmo ocorre no art. 169, § 1º, que estabelece os limites para as despesas com pessoal da administração pública.

A Constituição, no entanto, não define nem delinea tais esferas, como que contando com a complementação do DL 200/67.

A própria Di Pietro admitiu a dificuldade em identificar o sentido dado pela Constituição de 1988 à expressão *Administração Indireta*, dificuldade que, segundo ela, se acentuara com as alterações introduzidas pela Emenda Constitucional nº 19/98³.

Não se furtou a autora, no entanto, de concluir que a Constituição usou a expressão no mesmo sentido *subjetivo* que lhe dá o Decreto-lei nº 200/67, isto é, para designar o conjunto de pessoas jurídicas, de direito público ou privado, criadas por lei, para desempenhar atividades assumidas pelo Estado, seja como serviço público, seja como intervenção no domínio econômico⁴.

Apoiados no texto da Constituição e na leitura da doutrina, os citados dispositivos do DL 200/67 fundamentam decisões de nossa corte constitucional até nossos dias⁵, caracterizando a admissão do instituto hermenêutico da *recepção* por nosso ordenamento, fenômeno assim explicado por José Afonso da Silva⁶:

“Entende-se por *recepção* o procedimento pelo qual um ordenamento incorpora no próprio sistema a disciplina normativa de uma dada matéria assim como foi estabelecida num outro ordenamento⁷. No Direito Constitucional há duas formas de *recepção*: a) Uma consiste na recepção de regras ou instituições de um ordenamento constitucional estrangeiro (...). b) A outra significa que a legislação emanada sob a Constituição revogada continua válida sob a nova; é o que se chama *recepção da legislação anterior* pela Constituição superveniente. (...) É que a nova Constituição não cai no vazio, porque se insere numa ordem jurídica

³ Esta consolidou a reforma administrativa do Estado brasileiro, levada a efeito durante o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-2002). Nos termos de sua ementa, ela “Modifica o regime e dispõe sobre princípios e normas da Administração Pública, servidores e agentes políticos, controle de despesas e finanças públicas e custeio de atividades a cargo do Distrito Federal, e dá outras providências”. A grande maioria dos dispositivos por ela introduzidos ou modificados na Constituição Brasileira de 1988 ainda se encontra em vigor.

⁴ DI PIETRO, 2009, p. 421.

⁵ Um exemplo, dentre outros disponíveis, é o RMS 24249-DF, Relator Min. Eros Grau, transitado em julgado em 23.08.2006.

⁶ SILVA, 2008, pp. 2-3.

⁷ “Cf. Norberto Bobbio, *Teoria Geral del diritto*, Torino, J. Giappichelli Editores, 1993, p. 182” (nota original).

preexistente. Encontra em vigor, em plena eficácia, leis e outras normas jurídicas. Surge, então, o problema de saber se tais normas infraconstitucionais se coadunam com a Constituição superveniente. É nesse quadrante que cumpre verificar se essas normas infraconstitucionais são compatíveis ou incompatíveis com a ordem jurídica constitucional que a nova Carta Magna instaura. É a questão da *recepção* ou da *ab-rogação* da legislação anterior pela Constituição.”

Por tudo isso, pode-se afirmar que, no atual regime constitucional, a delimitação da abrangência da administração indireta cabe ao DL 200/67 que, com efeito, definiu as autarquias - a CVM entre elas - como “serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública”.

Aqui se verifica que a alteração do art. 5º da Lei 6.385/76 a que nos referimos de início serviu a autarquia CVM de prerrogativas que já constavam da definição de autarquia do DL 200/67, quais sejam, a personalidade jurídica e o patrimônio próprios. Logo, esse ponto da reforma da Lei 6.385/76 em nada inovou a ordem jurídica, pois as prerrogativas por ele conferidas à CVM já constituiriam a entidade em função de sua criação como autarquia.

É certo, no entanto, que a definição legal de autarquia do DL 200/67 demanda integrações, pois esta não diz se a personalidade jurídica da autarquia é de direito público ou privado, nem caracteriza as atividades *típicas* da administração pública que a autarquia, por definição, executa.

Quanto ao primeiro aspecto, nota-se que o DL 200/67 estabelece para a empresa pública, a sociedade de economia mista e a fundação pública - as coirmãs da autarquia na administração indireta - a “personalidade jurídica de direito privado”.

É provável que tal peculiaridade tenha relação com a redação original do § 2º art. 163 da Constituição de 1967, que dizia: “na exploração, pelo Estado, da atividade econômica, as empresas públicas, as autarquias e sociedades de economia mista reger-se-ão pelas normas aplicáveis às empresas privadas, inclusive quanto ao direito do trabalho e das obrigações”.

Tal norma padecia de uma inconsistência, exposta pelo próprio art. 5º do DL 200/67, pois previa a exploração de atividade econômica por empresas públicas e sociedades de economia mista, mas não por autarquias.

Ademais, mesmo sob aquele regime constitucional de exceção, a exploração de atividade econômica competia preferencialmente às empresas privadas⁸, não podendo, assim, ser considerada uma modalidade de atividade *típica* da administração pública, que o art. 5º do DL 200/67 confere às autarquias.

Tratava-se, segundo Di Pietro⁹, de uma falha da Constituição de 1967, posteriormente corrigida pelo § 2º do art. 170 da Emenda Constitucional nº 1, de 17 de outubro de 1969¹⁰, que reescreveu a norma, excluindo a referência às autarquias.

Ressalte-se que o primeiro conceito legal de autarquia do ordenamento brasileiro a identificava como pessoa jurídica de direito público. De fato, o Decreto-lei nº 6.016, de 22.11.1943, definia autarquia como “serviço estatal descentralizado, com personalidade de direito público, explícita ou implicitamente reconhecida por lei”¹¹.

Enfim, o art. 41 do Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002) veio estabelecer que “são pessoas jurídicas de direito público interno¹²: I - a União; II - os Estados, o Distrito Federal e os Territórios; III - os Municípios; IV - as autarquias, inclusive as associações públicas; V - as demais entidades de caráter público criadas por lei (...).”

No Código Civil de 2002¹³, portanto, foi preenchida a lacuna legal deixada pelo DL 200/67, confirmando-se a prescrição das leis que, mesmo antes de 2002,

⁸ Dizia o *caput* e o § 1º da Constituição de 1967: “Às empresas privadas compete preferencialmente, com o estímulo e apoio do Estado, organizar e explorar as atividades econômicas. § 1º - Somente para suplementar a iniciativa privada, o Estado organizará e explorará diretamente atividade econômica. (...)”.

⁹ Cf. DI PIETRO, 2009, p. 427.

¹⁰ Dizia o citado dispositivo: “Art. 170. Às empresas privadas compete, preferencialmente, com o estímulo e o apoio do Estado, organizar e explorar as atividades econômicas. § 1º Apenas em caráter suplementar da iniciativa privada o Estado organizará e explorará diretamente a atividade econômica. § 2º Na exploração, pelo Estado, da atividade econômica, as empresas públicas e as sociedades de economia mista reger-se-ão pelas normas aplicáveis às empresas privadas, inclusive quanto ao direito do trabalho e ao das obrigações. (...)”.

¹¹ Cf. DI PIETRO, 2009, p. 427.

¹² Hely Lopes Meirelles (2009, p.38) explica que “o Direito Público Interno visa a regular, precipuamente, os interesses estatais e sociais, cuidando só reflexamente da conduta individual”, enquanto “o Direito Público Externo destina-se a reger as relações entre os Estados Soberanos e as atividades individuais em plano internacional”.

¹³ Por caprichosa ironia, vê-se uma norma de direito privado definindo um instituto de direito público, insinuando o anacronismo da tradicional classificação doutrinária.

instituíram autarquias como pessoas jurídicas de direito público¹⁴, caso da lei que criou a CVM¹⁵.

A razão dessa opção legislativa é explicada por Di Pietro, para quem as pessoas jurídicas públicas sujeitam-se ao direito público, tendo em vista especialmente a necessidade de fazer prevalecer a vontade do ente estatal, que as criou para atingir determinado fim de interesse público¹⁶.

Resta investigar em que consiste o regime de direito público. Nesse intuito, orientam-nos os “critérios práticos para distinguir as pessoas públicas das pessoas privadas” formulados por Celso Antonio Bandeira de Mello. Segundo estes, as pessoas públicas se caracterizam por: (1) origem na vontade do Estado; (2) fins não lucrativos; (3) finalidade de interesse coletivo; (4) ausência de vontade na fixação ou modificação dos próprios fins e obrigação de cumprir os escopos; (5) impossibilidade de se extinguírem pela própria vontade; (6) sujeição a controle positivo do Estado; e (7) prerrogativas autoritárias que geralmente dispõem¹⁷.

A definição legal de autarquia atende a tais critérios. Com efeito, a “criação por lei” das autarquias traduz a vontade do Estado de direito por intermédio de seu instrumento essencial (1), e ainda impossibilita sua extinção por

¹⁴ Curioso notar na Constituição de 1988 um dispositivo sugerindo que as autarquias não seriam necessariamente pessoas jurídicas de direito público, hipótese que não resistiria a uma ligeira abordagem sistemática da Carta (a do presente estudo, por exemplo). Trata-se do art. 54, que dispõe: “Os Deputados e Senadores não poderão: I - desde a expedição do diploma: a) firmar ou manter contrato com pessoa jurídica de direito público, autarquia, empresa pública, sociedade de economia mista ou empresa concessionária de serviço público (...)”. Ao arrolar a categoria *pessoa jurídica de direito público* seguida da categoria *autarquia*, o artigo dá a entender, logicamente, que a primeira não abrange a segunda, entendimento reforçado pela inclusão, no mesmo rol, de categorias de entidades da administração indireta que são pessoas jurídicas de direito privado. Tratar-se-ia de erro semelhante ao cometido pela primeira versão da Constituição de 1967.

¹⁵ Outro exemplo é a SUSEP, criada pelo Decreto-lei nº 73/66, cujo art. 35 estabeleceu: “Fica criada a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), entidade autárquica, jurisdicionada ao Ministério da Indústria e do Comércio, dotada de personalidade jurídica de Direito Público, com autonomia administrativa e financeira”. Um contraexemplo é o Banco Central do Brasil – Bacen, criado pelo art. 8º da Lei nº 4.595/64, que dispôs: “A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei (...)”. Observe-se que tal dispositivo não explicita a natureza pública da entidade, o que estaria em linha com o disposto no citado Decreto-lei nº 6.016, de 22.11.1943, que originalmente definiu autarquia como “o serviço estatal descentralizado, com personalidade de direito público, explícita ou implicitamente reconhecida por lei”.

¹⁶ DI PIETRO, 2009, p.424.

¹⁷ MELLO, 1968, p. 319.

vontade própria, apenas por nova lei (5); seu fim, também estabelecido em lei, de executar “atividades típicas da Administração Pública”, identifica-se com os fins não lucrativos (2), a finalidade de interesse coletivo (3), a ausência de vontade na fixação ou modificação dos próprios fins e obrigação de cumprir os escopos (4), a sujeição a controle positivo do Estado (6), e as prerrogativas autoritárias que geralmente dispõem (7), porque necessárias à consecução de seus fins.

A instituição da autarquia como pessoa jurídica de direito público se deve, portanto, à finalidade de “executar atividades típicas da Administração Pública” – o outro ponto em que a definição legal de autarquia demanda integração. A citada doutrina de Di Pietro, como visto, não se ocupa de indicar em que consistiriam tais atividades, mas as vincula a uma finalidade de interesse público.

O mesmo faz Hely Lopes Meirelles. Primeiramente, apoiado na doutrina italiana: “a autarquia – explica Lentini – não é outra coisa senão uma forma específica de capacidade de Direito Público, própria daqueles sujeitos auxiliares do Estado, que exercem função pública por um interesse próprio que seja igualmente público”¹⁸.

Depois, ao comentar o conceito de autarquia do DL 200/67, o autor afirma que essa conceituação legal tem o mérito de impedir que a União outorgue às suas autarquias serviços impróprios do Poder Público, ou seja, atividades econômicas específicas da iniciativa privada, que só podem ser exploradas, suplementarmente, por empresas públicas e sociedades de economia mista, na forma estabelecida pela Constituição da República (art. 173 e §§)¹⁹.

Assim, Hely acrescenta às considerações de Di Pietro a expressão “serviços *impróprios* do Poder Público”, que identifica o que não seria atividade típica da administração pública, além de informar, desde logo, que a sede do assunto é a Constituição.

Ademais, utiliza a expressão “serviços *próprios* do Poder Público” como análoga a “atividade típica da administração pública”, em sua caracterização de autarquia, que merece destaque:

¹⁸ LENTINI, 1939, p. 77, *apud* MEIRELLES, 2009, p.348.

¹⁹ MEIRELLES, 2009, p.348.

A autarquia, sendo um prolongamento do Poder Público, uma *longa manus* do Estado, deve executar serviços próprios do Estado, em condições idênticas às do Estado, com os mesmos privilégios da Administração-matriz e passíveis dos mesmos controles dos atos administrativos. O que diversifica a autarquia do Estado são os métodos operacionais de seus serviços, mais especializados e mais flexíveis que os da Administração centralizada.

Embora identificada com o Estado, a autarquia não é entidade estatal; é simples desmembramento administrativo do Poder Público. E, assim sendo, pode diversificar-se das repartições públicas para adaptar-se às exigências específicas dos serviços que lhe são cometidos. Para tanto, assume as mais variadas formas e rege-se por estatutos peculiares à sua destinação. Essa necessidade de adaptação dos meios aos fins é que justifica a criação de autarquias, com estrutura adequada à prestação de determinados serviços públicos especializados.

Como se vê, as autarquias prestam-se à realização de quaisquer serviços públicos típicos, próprios do Estado, mas são indicadas especificamente para aqueles que requeiram maior especialização ou imposição estatal e que, consequentemente, exijam organização adequada, autonomia de gestão e pessoal especializado, liberto da burocracia comum das repartições centralizadas²⁰.

Do excerto se inspira alguma dúvida acerca da precisão da afirmação “a autarquia não é entidade estatal”, diante das afirmações de que esta é “um prolongamento do Poder Público, uma *longa manus* do Estado”, que “deve executar serviços próprios do Estado, em condições idênticas às do Estado, com os mesmos privilégios da Administração-matriz e passíveis dos mesmos controles dos atos administrativos”.

Ao ensejo, ressalve-se que Di Pietro, de certa forma, também colocou as autarquias “para fora” do Estado, ao afirmar que “a criação, pelo Estado, de entidades públicas ou privadas, com personalidade jurídica própria, coloca intermediários entre o Estado e o indivíduo”²¹.

Contudo, por ora nos interessa, das lições de Hely, destacar que os “serviços próprios do Poder Público” traduzem “atividade típica de Estado” - elemento da definição legal de autarquia que se busca esclarecer -, permanecendo vinculados a um fim de interesse público.

Impõe-se, destarte, o enfrentamento do desafio que envolve o conceito de *interesse público*, tradicionalmente qualificado como *conceito jurídico indeterminado*. Tanto que, para Celso Antônio Bandeira de Mello, não se trata de

²⁰ MEIRELLES, 2009, p.349.

²¹ DI PIETRO, 2004, p.68.

noção tão simples que se imponha naturalmente, algo de per si evidente que dispensaria qualquer esforço para gizar-lhe os contornos abstratos²².

Trata-se, no presente contexto, de um desafio especial, pois, segundo Di Pietro, quando se considera o interesse público como sinônimo de bem comum, ou seja, como fim do Estado, a indeterminação atinge seu grau mais elevado²³.

A tais advertências opõe-se o encorajamento de Eros Grau, para quem conceitos jurídicos indeterminados simplesmente não existem²⁴, e agrega-se a ponderação de Calixto Salomão Filho, que considera a definição de interesse público multifacetada – ora política, ora econômica - não podendo, portanto, ser colocada em termos precisos²⁵.

De todo modo, na obra “Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)”, Calixto procura resolver a questão elegendo um conceito de interesse público pinçado da historiografia, paralelamente ao reconhecimento da existência de outros:

(...) sobre o conceito de interesse público pairam de há muito importantes divergências conceituais. Clássica é a disputa nesse tema entre individualistas e hegelianos. Os primeiros – basicamente Bentham e Mandeville – buscam reduzir o interesse público à soma dos interesses individuais e assim defini-lo. Já Hegel propugna por uma definição capaz de separar sociedade civil e Estado. Para isso propõe identificar o conceito de interesse público ao interesse estatal.

Ambas as noções parecem reduzir e limitar em excesso o conceito de interesse público. No presente trabalho será adotado um terceiro conceito, muito mais ligado à etimologia e – mais importante que isso – às origens do conceito. Trata-se da noção romana de interesse público. Segundo o clássico dicionário etimológico latino de Walde-Hoffman, o termo *publicus* tem duas possíveis origens etimológicas diversas. Uma primeira pode ter sido a palavra *poplicus*, usada nas fontes como sinônimo de *populus*. Uma segunda origem possível seria a palavra *publicus*, usada para identificar o povo com capacidade política. Qualquer que seja a origem, ressalta a ligação do conceito à ideia de povo. O próprio conceito de Estado em Roma está, de resto, ligado à ideia de povo, não existindo uma entidade dele separada.

Daí resulta a noção de interesse público como interesse da coletividade, do povo como um todo – portanto, o interesse de todos.²⁶

²² MELLO, 2012, p.59.

²³ DI PIETRO, 2004, p.72.

²⁴ GRAU, 1988, p.72.

²⁵ SALOMÃO FILHO, 2008, p.23.

²⁶ SALOMÃO FILHO, 2008, p.196.

Já Eros fornece um caminho para o tratamento dos conceitos jurídicos indeterminados em geral:

(...) duas grandes questões (...) se põem em torno da consideração de ‘conceitos jurídicos indeterminados’ (...), que podem ser também designados como *conceitos abertos*: a questão do sujeito do preenchimento e do próprio preenchimento deles. (...) são indeterminados os conceitos cujos termos são ambíguos ou imprecisos (...), razão pela qual necessitam ser completados por quem os aplique. (...) os parâmetros para tal preenchimento – quando se trate de conceito aberto por imprecisão – devem ser buscados na realidade, inclusive na consideração das concepções jurídicas predominantes, concepções essas que variam conforme a atuação das forças sociais. Quando se trate de conceito aberto por ambiguidade, o seu preenchimento é procedido mediante a consideração do contexto em que inserido (...). Quando temos sob exame um conceito cujo termo, indeterminado, o legislador não define estipulativamente, deverá fazê-lo o aplicador.²⁷

À proposta de Eros, segundo a qual se busca na realidade as concepções jurídicas predominantes acerca do conceito que se pretende esclarecer, soma-se a opinião de Di Pietro, para quem qualquer conceito jurídico indeterminado, não apenas o de interesse público, ao ser aplicado aos casos concretos, exige ponderação de interesses, avaliação de custo/benefício, utilização de critérios de interpretação, na tentativa de diminuir ou acabar com a indeterminação e encontrar a solução mais adequada²⁸.

Enfim, por esse caminho, é com a interpretação do ordenamento jurídico que se define o interesse público, até porque o ordenamento jurídico vigente nada mais é que o primeiro retrato da concepção jurídica predominante a que se refere Eros.

Pois bem. Se nossa intenção é compreender em que consiste atividade típica da administração pública, e se é no ordenamento jurídico que devemos identificar o interesse público enquanto fim do Estado a pautar tal atividade, nossa fonte não é outra senão a Constituição.

Essa conclusão tem um quê de intuitiva ou atávica, e não é para menos. Já na Antiguidade, Aristóteles conceituava Constituição como “a ordem ou distribuição dos poderes que existem num Estado, isto é, a maneira como eles são divididos, a sede da soberania e o fim a que se propõe a sociedade civil”,

²⁷ GRAU, 1988, pp.72-73.

²⁸ DI PIETRO, 2004, p.74.

lembrando “o exemplo dos egípcios, que remontam à mais alta antiguidade e desde sempre tiveram leis e uma Constituição”, alertando, ainda, que “as leis devem ajustar-se à Constituição, e não a Constituição às leis”²⁹.

A conceituação de Aristóteles não só sobreviveu, como foi um dos sustentáculos da moderna teoria da Constituição, de onde pinçamos a “Teoria Geral do Estado” de Georg Jellinek (1851-1911)³⁰ e “A Essência da Constituição” de Ferdinand Lassalle (1825-1864)³¹.

A ideia de Constituição de Jellinek parte do princípio de que toda associação permanente necessita de um “princípio de ordenação” que delimite a situação dos membros dentro dessa associação e a relação com ela. Uma ordenação ou estatuto dessa natureza é o que denomina Constituição, afirmando que todo Estado necessitará de uma Constituição, seja ele despótico ou de índole democrática.

A partir dessa proposição lógica, o autor desenvolve uma perspectiva histórica, dela derivando, desde logo, outra proposição, a de que um poder de fato, forte o suficiente para manter a unidade do Estado, é o *minimum* de Constituição necessário à existência do próprio Estado, embora identificasse, nos povos cultos de sua época, a adoção de uma ordem jurídica reconhecida em princípios de direito.

Jellinek conceitua Constituição como os princípios jurídicos que designam os órgãos supremos do Estado, os modos de sua criação, suas relações mútuas, fixam o círculo de sua ação e a situação de cada um deles no âmbito do poder do Estado.

Ressalta o autor que tal conceito remonta à Idade Antiga, lembrando a distinção, feita por Aristóteles, entre a lei que fundamenta o Estado e as leis simples que nela se baseiam, e suas definições de Constituição - a ordenação dos poderes no Estado - e de leis simples - as disposições dadas em vista dessa Constituição, segundo as quais as autoridades exercem suas funções e são reprimidas as transgressões. Jellinek lembra também que os romanos fizeram

²⁹ ARISTÓTELES, 1252a.

³⁰ JELLINEK, 1975, “Capítulo quince - La Constitución del Estado”, pp. 381-407.

³¹ LASSALLE, 1988.

semelhante distinção, inclusive identificando a Constituição pela expressão *rem publicam constituere*.

O olhar sobre a história das Constituições de Jellinek aponta que a concepção antiga, identificando a Constituição em seu sentido material, orientou a concepção moderna de Constituição, servindo de base para a valorização dos princípios constitucionais do Estado até mesmo nas nações que não distinguiram, do ponto de vista formal, as leis simples das normas constitucionais.

Jellinek reconhece o influxo da doutrina aristotélica desde a investigação das leis fundamentais pela teoria do direito natural, passando por Hobbes, Locke e Rousseau, até o pioneirismo das colônias americanas da Inglaterra, cujas “cartas de liberdade” consignaram os princípios fundamentais do governo e da organização administrativa.

Estas, engendrando a concepção de que a natureza do Estado se baseia numa Constituição nascida da vontade do povo, aperfeiçoaram a matriz de Aristóteles (que diferenciava os cidadãos), inclusive influenciando as Constituições estabelecidas na Europa a partir da França revolucionária.

Na célebre conferência de Ferdinand Lassalle, o conceito aristotélico de Constituição também está presente. Por exemplo, quando o autor afirma que os juristas definem Constituição, se numa república³², como a lei fundamental proclamada pela nação, na qual se baseia a organização do direito público do país. É certo, no entanto, que Lassalle critica esse conceito, considerando que este se ocupa do que faz ou de como se forma uma Constituição, mas não enfrenta a questão efetiva do que é uma Constituição³³.

Lassalle define Constituição como a *lei fundamental* de uma nação, isto é, o fundamento de outras leis, que atua e irradia-se através das leis comuns, impondo que estas sejam de determinado modo e não de outro³⁴. Trata-se de sua conceituação mais importante, materializada pelo que chama de *fatores reais de*

³² Lassalle, como a *Política* de Aristóteles, diferenciou concepções de Constituição conforme os diferentes regimes de governo.

³³ LASSALLE, 1988, p. 6.

³⁴ LASSALLE, 1988, p. 10.

poder: aqueles que efetivamente regem a sociedade³⁵ e se tornam instituições *jurídicas* – isto é, legitimam-se - quando adquirem expressão escrita em uma *folha de papel*³⁶.

Com a expressão *fatores reais de poder*, Lassalle qualifica as fontes do poder político, em regra de natureza militar e econômica, mas que eventualmente podem surgir da força popular, nelas encontrando o que chama de *essência da Constituição*.

Para ele, a *verdadeira* Constituição de um país tem por base os fatores reais e efetivos de poder que vigem nesse país. Assim, as Constituições escritas não terão valor nem serão duráveis a não ser que expressem os valores que imperam na realidade social³⁷. Enfim, “os problemas constitucionais não são problemas de direito, mas de poder”³⁸, segundo Lassalle.

Pois bem. Ainda nos dias de hoje é possível reconhecer a concepção aristotélica como o conceito mais elementar de Constituição e a partir dele se pode concluir que a definição e a organização dos poderes do Estado também significam sua delimitação isto é, sua limitação.

Uma mostra dessa concepção na doutrina brasileira tem-se em André Ramos Tavares observando que, em todas as suas fases sucessivas, o constitucionalismo³⁹ apresenta um traço constante, desde o início, que é a limitação do governo pelo Direito, sendo esta a nota mais antiga e, ao mesmo tempo, a mais recente, do constitucionalismo⁴⁰.

A convencional tipologia das constituições, que as classifica *em formais, substanciais ou materiais*, também tem como norte essa concepção. Assim,

³⁵ LASSALLE, 1988, p. 11.

³⁶ LASSALLE, 1988, p. 19.

³⁷ LASSALLE, 1988, p. 49.

³⁸ Idem.

³⁹ O citado autor identifica “pelo menos quatro sentidos para o constitucionalismo. Numa primeira acepção, emprega-se a referência ao movimento político-social com origens históricas bastante remotas que pretende, em especial, limitar o poder arbitrário (Zagrebelski, p. 99). Numa segunda acepção, é identificado com a imposição de que haja cartas constitucionais escritas (ressalvando-se Karl Loewenstein - p. 154 – para quem ‘a existência de uma constituição escrita não se identifica com o constitucionalismo’). Uma terceira concepção possível indica os propósitos mais latentes e atuais da função e posição das constituições nas diversas sociedades (Dromi, p. 107 e s.). Numa vertente mais restrita, o constitucionalismo é reduzido à evolução histórico-constitucional de um determinado Estado”. In TAVARES, 2007, p. 1.

⁴⁰ TAVARES, 2007, p. 14.

Meirelles Teixeira aponta que, do ponto de vista formal, entende-se por Constituição aquele mesmo conjunto de normas relativas ao modo de ser do Estado, agora, porém, reunidas sob forma escrita e solene, de modo a não poderem ser modificadas senão de acordo com certos processos, de valor superior aos demais processos de elaboração das normas de Direito⁴¹.

Sob a mesma orientação, Celso Bastos define Constituição, em sentido substancial, pelo conteúdo de suas normas. A Constituição, nessa acepção, procura reunir as normas que dão essência ou substância ao Estado. É dizer, aquelas que lhe conferem a estrutura, definem a competência de seus órgãos superiores e traçam limites da ação do Estado⁴².

Quanto ao aspecto material, André Ramos Tavares o identifica com os fatores reais de poder que, nos termos de Ferdinand Lassalle, regem efetivamente a sociedade e devem estar vertidos na Constituição, sob pena d'esta transformar-se, do contrário, em mera “folha de papel”.

Tal conceito é tido por Meirelles Teixeira com uma concepção sociológica de Constituição, a Constituição como *fato social*⁴³, com o que concorda Tavares, apontando que o conceito de Constituição, em sentido material, pertence ao mundo do ser, e não ao mundo do dever-ser⁴⁴.

Por todo o exposto, sentimo-nos autorizados a compreender a Constituição como sede normativa do poder e da organização do Estado, sendo, portanto, a fonte onde se devem encontrar tipificadas as atividades da administração pública.

1.2

A CVM na Constituição

Para um desenho da índole constitucional da CVM é necessário verificar se as atividades desenvolvidas por essa entidade devem ser consideradas, à luz da

⁴¹ TEIXEIRA, 1991, p.42. TAVARES (2007, pp. 63-64) complementa o conceito de Meirelles Teixeira: “há normas que, mesmo não sendo substancialmente constitucionais, são consideradas constitucionais na medida em que o são, formalmente falando”.

⁴² BASTOS, 2000, p.43.

⁴³ TEIXEIRA, 1991, p.48.

⁴⁴ TAVARES, 2007, p. 66.

Constituição brasileira, como típicas da administração pública, vale dizer, como atividades de Estado.

As atividades da CVM estão refletidas em suas atribuições legais, as quais a lei optou por dividir entre as categorias *competência*, reunida no art. 8º, *poderes*, estabelecidos nos artigos 9º a 11, e *deveres*, especificados nos artigos 12 e 13, todos da Lei nº 6.385/76. Reproduzimos o inteiro teor de tais dispositivos para dar uma ideia plena de sua extensão e magnitude:

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. § 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. § 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. § 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: I - 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: a) das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15); b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; c) dos fundos e sociedades de investimento; d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24); e) dos auditores independentes; f) dos consultores e analistas de valores mobiliários; g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas; II - 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; III - requisitar informações de qualquer órgão

público, autarquia ou empresa pública; IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas; V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal. § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular. § 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão. § 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º. § 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado. § 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido. § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá se recusar a prestar a assistência referida no *caput* deste artigo quando houver interesse público a ser resguardado. § 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, às informações que, por disposição legal, estejam submetidas a sigilo.

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. Parágrafo único. A entidade referida no *caput* deste artigo deverá ser majoritariamente composta por contadores, dela fazendo parte, paritariamente, representantes de entidades representativas de sociedades submetidas ao regime de elaboração de demonstrações financeiras previstas nesta Lei, de sociedades que auditam e analisam as demonstrações financeiras, do órgão federal de fiscalização do exercício da profissão contábil e de universidade ou instituto de pesquisa com reconhecida atuação na área contábil e de mercado de capitais.

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; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; 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; 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; 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. § 1º - A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. § 2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo. § 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários. § 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. § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a: I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. § 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. § 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis. § 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade. § 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. § 11. A multa cominada pela inexecução de ordem da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do inciso II do **caput** do art. 9º e do inciso IV de seu § 1º não excederá a R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) por dia de atraso no seu cumprimento e sua aplicação independe do processo administrativo previsto no inciso V do **caput** do mesmo artigo. § 12. Da decisão que aplicar a multa prevista no parágrafo anterior caberá recurso voluntário, no prazo de dez dias, ao Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, sem efeito suspensivo.

Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.

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. Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

Inobstante a extensão do conjunto de atribuições da CVM, sua acolhida pela Constituição de 1988 se mostra amplamente reconhecida pela sociedade, passados 37 anos da criação da entidade e 25 anos da promulgação da Carta.

No mais, sendo a Constituição cronologicamente posterior à lei que criou a CVM, trata-se de mais um exemplo de *recepção* em nosso ordenamento, fundada no art. 174 da Constituição de 1988:

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.

Nele se encontra o comando constitucional que dá substrato à existência e à atuação da CVM, previstas em lei: o que aponta *o Estado como agente regulador da atividade econômica, função* que, expressa o referido artigo, encerra atividades de normatização e fiscalização que a lei está autorizada a conformar.

Para especificá-lo ao caso da CVM, impõe-se uma compreensão mais genérica de tal comando, que ora extraímos a partir de considerações teóricas acerca de seus elementos *função, regulação e atividade econômica* e, em seguida, de diferentes olhares da doutrina pátria, dirigidos à ordem econômica constitucional brasileira, onde este se insere.

Função

Na obra “Direito, Conceitos e Normas Jurídicas”, Eros Grau⁴⁵ define *função* como um *poder* que se exerce, não por interesse próprio ou exclusivamente próprio, mas por interesse de outrem ou por um interesse objetivo, sendo a função administrativa um de seus exemplos típicos.

⁴⁵ GRAU, 1988, p. 107.

Ao ensejo, afirma o autor que a autoridade pública, enquanto tal, não é titular de direitos que se possa individualmente arrogar. Cumpre-lhe, outrossim, o exercício de função pública, ou seja, incumbe-lhe o dever de prover a realização de interesses alheios.

Para tanto, o ordenamento lhe confere determinados poderes. A função pública, assim, é antes expressão de um dever-poder do que de um poder-dever. O poder é atribuído ao seu titular como meio para a realização do dever que lhe incumbe⁴⁶.

Ao caracterizar a função pública como um poder-dever, o autor identifica os primeiros elementos para a compreensão do contorno constitucional que envolve as atribuições legais da CVM, vale dizer, sua extensão e limites, materialmente constitucionais.

Antes, cabem rápidas referências a corroborar o conceito de poder-dever adotado pelo autor. Para Hely Lopes Meirelles, o *poder* tem para o agente público o significado de *dever* para com a comunidade e para com os indivíduos, no sentido de que quem o detém está sempre na obrigação de exercitá-lo⁴⁷.

No mesmo sentido já proclamava o extinto Tribunal Federal de Recursos que “o vocábulo *poder* significa *dever* quando se trata de atribuições de autoridades administrativas”⁴⁸.

Idêntica também é a doutrina de Carlos Maximiliano, que sustenta: “, em regra, *para a autoridade*, que tem a prerrogativa de ajuizar, por alvedrio próprio, da oportunidade e dos meios adequados para exercer as suas atribuições, o *poder* se resolve em *dever*”⁴⁹.

Celso Antônio Bandeira de Mello trilha caminho semelhante ao de Eros quando diz que a “função pública, no Estado Democrático de Direito, é a atividade exercida no cumprimento do dever de alcançar o interesse público, mediante o uso dos poderes instrumentalmente necessários conferidos pela ordem

⁴⁶ GRAU, 1988, p. 108.

⁴⁷ MEIRELLES, 2009, p. 107.

⁴⁸ TFR, RDA 28/187; JTJSP-Lex 197/79.

⁴⁹ MAXIMILIANO, 2005, p. 222.

jurídica”⁵⁰. Recua, no entanto, ao conceito jurídico indeterminado de interesse público que, como já reputamos – com o auxílio do autor, inclusive –, é de ser determinado pela Constituição, ou à sua luz deduzido.

Mas Celso Antônio enriquece a compreensão do contorno constitucional da CVM ao distinguir as funções do Estado entre legislativas, jurisdicionais e administrativas, definindo a última como função que o Estado, ou quem lhe faça as vezes, exerce – normalmente o Poder Executivo e seus sujeitos auxiliares e, atipicamente, órgãos de outros Poderes – na intimidade de uma estrutura e regime hierárquicos e que, no sistema constitucional brasileiro, é desempenhada mediante atos infralegais ou infraconstitucionais submissos, como não poderia deixar de ser, ao controle do Poder Judiciário⁵¹.

Note-se que Celso Antônio distingue a função administrativa basicamente por quem a exerce – é a função típica do Poder Executivo. Adota, assim, um critério orgânico ou subjetivo⁵² que ele mesmo considerara insatisfatório, dada a inexistência de correspondência absoluta entre os órgãos e as respectivas funções que lhes são ordinariamente atribuídas⁵³.

É possível justificar-se a aparente incongruência com os dizeres de uma nota colhida na mesma obra, segundo a qual “a doutrina assinala que a função mais difícil de ser conceituada é a função administrativa, pela grande heterogeneidade das atividades que nela se compreendem”⁵⁴.

De todo modo, essas considerações incluiriam as funções da CVM entre as funções administrativas, vez que se trata, como já anotado, de autarquia vinculada a órgão do Poder Executivo.

Contudo, ao condicionar o exercício da função administrativa a uma estrutura hierárquica, Celso Antônio parcialmente rejeita o modelo adotado pela lei, que considera a CVM uma autarquia em regime especial, dotada de personalidade jurídica, patrimônio próprio, autonomia financeira e autoridade

⁵⁰ MELLO, 2012, p. 29.

⁵¹ MELLO, 2012, p. 36.

⁵² MELLO, 2012, p. 32.

⁵³ MELLO, 2012, p. 33.

⁵⁴ MELLO, 2012, p. 29.

administrativa independente, vinculada, mas não subordinada, ao Ministério da Fazenda⁵⁵.

A propósito, Hely Lopes Meirelles⁵⁶ distingue subordinação de vinculação administrativa, pois a primeira decorre do poder hierárquico, admitindo todos os meios de controle do superior sobre o inferior, e a segunda resulta do poder de supervisão ministerial sobre a entidade vinculada, sendo exercida nos limites que a lei estabelecer e sem suprimir a autonomia conferida ao ente supervisionado.

De fato, a vinculação administrativa era prevista já no Decreto-Lei 200/67⁵⁷, ao que se acrescenta lição de Di Pietro apontando que as autarquias estão sujeitas à tutela ou controle administrativo, exercido pelo Ministério a que se acham vinculadas, ao controle exercido pelo Congresso Nacional, previsto no art. 49, X, da Constituição Federal e não podem escapar à “direção superior da administração federal” prevista no art. 84, II da Carta mas, “como autarquias de regime especial, os seus atos não podem ser revistos ou alterados pelo Poder Executivo”⁵⁸.

Com tal assertiva, a autora especifica o poder que faria de algumas autarquias *especiais*, como a CVM. Assim, o que as distinguiria das demais autarquias é que seus atos não podem ser revistos ou alterados pelo Poder Executivo.

Mais preocupado em guardar estrita fidelidade às hipóteses legais, Hely Lopes Meirelles é mais genérico em suas ponderações sobre as autarquias especiais.

Nota o autor que as leis se referem a autarquias de regime especial sem definir seu conteúdo. Diante dessa imprecisão conceitual, considera autarquia de regime especial aquela a que a lei instituidora confere privilégios específicos e

⁵⁵ Cf. artigo 5º da Lei nº 6.385/76.

⁵⁶ MEIRELLES, 2009, p. 125.

⁵⁷ Cf. art. 20 e seu § único do DL 200/67, *in verbis*: “Art. 20. O Ministro de Estado é responsável, perante o Presidente da República, pela supervisão dos órgãos da Administração Federal enquadrados em sua área de competência. parágrafo único. A supervisão ministerial exercer-se-á através da orientação, coordenação e controle das atividades dos órgãos **subordinados ou vinculados** ao Ministério, nos termos desta lei” – (sic) grifamos.

⁵⁸ DI PIETRO, 2009, p. 470.

aumenta sua autonomia comparativamente às autarquias comuns, sem infringir os preceitos constitucionais pertinentes a essas entidades de personalidade pública.

Reforça tal entendimento a afirmação categórica de Caio Tácito, segundo a qual nem a lei orgânica da Administração Pública Federal (refere-se ao Decreto-lei 200/67), nem qualquer outra, estabeleceu diferenciação entre autarquias comuns e autarquias de regime especial⁵⁹.

Já Celso Antônio Bandeira de Mello⁶⁰ lembra que, originalmente, a categoria de autarquias especiais, ou sob regime especial, era reservada às universidades, que desfrutavam de um teor de independência administrativa, em relação aos poderes controladores exercidos pelos órgãos da Administração direta, mais acentuado que o da generalidade dos sujeitos autárquicos.

Isto seria decorrência tanto da legislação de ensino, em nome da liberdade de pensamento e orientação pedagógica, quanto da circunstância de seus dirigentes máximos serem escolhidos mediante consulta à comunidade universitária e para o exercício de mandatos a prazo certo, minimizando-se interferências externas ao meio universitário.

De fato, trata-se de fenômeno que encontra base constitucional no art. 207 da Carta de 1988, que estatui: “As universidades gozam de autonomia didático-científica, administrativa e de gestão financeira e patrimonial, e obedecerão ao princípio de indissociabilidade entre ensino, pesquisa e extensão”.

Enfim, o que posiciona uma autarquia como de regime especial, além da expressa indicação da lei, são as prerrogativas que a lei criadora lhe confere para o pleno desempenho de suas finalidades específicas. Assim, são autarquias de regime especial o Banco Central do Brasil (Lei 4.595/64), a Comissão Nacional de Energia Nuclear (Lei 4.118/62), a Universidade de São Paulo (Decreto-lei 13.855/44 e Decretos 52.326/69 e 52.906/72), a CVM e todas as entidades mais recentemente criadas pelo Estado sob a denominação de agências reguladoras.

Não é demais lembrar, contudo, que qualquer ato praticado pelas autarquias especiais pode ser revisto pelo Poder Judiciário, por força da norma do

⁵⁹ TÁCITO, 1981, p. 6.

⁶⁰ MELLO, 2012, p. 173.

art. 5º, XXXV, da Constituição de 1988, em cujos termos “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”.

Tal dispositivo contempla a adoção, pelo direito brasileiro, do sistema de unidade de jurisdição, diferenciando-nos dos países que seguem o direito francês e adotam o sistema de dualidade de jurisdição, o qual admite, ao lado da jurisdição comum, uma jurisdição administrativa com competência para dirimir, com força de coisa julgada, conflitos envolvendo a Administração Pública - possibilidade que não existe em nosso ordenamento⁶¹.

Regulação

Pelo exposto até aqui, é de se esperar que a regulação, enquanto função pública, esteja vinculada à busca do interesse público que, por sua vez, é informado pela Constituição.

Com esse sentido, o conceito de regulação foi objeto da atenção de Maria Sylvia Zanella Di Pietro⁶². Ao defender a sobrevivência do princípio da supremacia do interesse público ante os ideais do neoliberalismo, a autora recorreu a Vital Moreira definindo regulação como “o estabelecimento e a implementação de regras para a atividade econômica, destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objetivos públicos”, ao que Di Pietro acrescentou que “embora o autor considere apenas a regulação econômica, ele introduz no conceito a presença dos objetivos públicos”.

Partindo da definição de Vital Moreira, consideramos a regulação da atividade econômica como um meio para se atingir o interesse público. Nem o funcionamento equilibrado da economia seria, em si, o fim último da regulação, mas apenas mais um estágio dessa busca, à qual ambos devem legitimidade.

Isto é, tanto a regulação como o funcionamento equilibrado da economia só são legítimos enquanto servem ao interesse público, devendo ser corrigidos sempre e na medida em que afastarem a economia dos ideais de interesse público, constitucionalmente estabelecidos.

⁶¹ DI PIETRO, 2009, p. 470.

⁶² DI PIETRO, 2004, p. 71.

Estes representam um conjunto de objetivos que inclui, mas não se restringe a resultados econômicos satisfatórios ou, melhor dizendo, os resultados econômicos só devem ser considerados satisfatórios se atenderem aos princípios basilares da ordem econômica constitucional, os quais incluem a valorização do trabalho humano e a justiça social.

Não por acaso, Maria Sylvia aponta uma limitação no conceito de Vital Moreira, afirmando que, quando se tem em mente a regulação social, o conceito de regulação econômica não se adapta inteiramente, porque a finalidade da primeira não seria de ordem estritamente econômica.

Assim, nos casos em que a regulação abrange a fixação de regras de conduta e controle nas áreas de saúde, ensino, assistência social, etc., seu objetivo é mais amplo, pois envolve a organização de vários aspectos da vida social, tendo sempre o interesse público como norte.

É possível que a limitação vislumbrada por Di Pietro se explique pelo condicionamento da regulação econômica brasileira aos preceitos da livre iniciativa e do livre mercado, pressupostos do sistema capitalista de produção. Mas, à medida que tal modelo foi expressamente adotado pela Constituição, forçoso reconhecer que este também se inclui no ideário de interesse público conformado pela Carta.

Calixto Salomão Filho⁶³ aprofunda a discussão acerca da regulação. Lembra, em sua obra de 2008, que os poucos trabalhos, até então, a utilizar o termo “regulação” e estudá-lo no sentido material eram de endereço eminentemente prático e centravam-se em questões como o funcionamento das agências reguladoras e conflitos de competência entre estas e órgãos de defesa da concorrência⁶⁴.

Com efeito, no plano teórico, o termo é relacionado pelos administrativistas à regulação dos serviços públicos⁶⁵. Já pelo direito econômico, foi alçado a uma perspectiva teórica mais ampla, sendo utilizado para reconstruir

⁶³ SALOMÃO FILHO, 2008, pp. 19.

⁶⁴ MOURA ROCHA, 1988, pp. 85-92; MATTOS e COUTINHO, 1999, pp. 71 e segs.; OLIVEIRA e PEREIRA NETO, pp. 311 e segs.

⁶⁵ MEIRELLES, 2007, p. 334; DI PIETRO, 1997, pp. 52-53.

algumas das escolas daquele ramo⁶⁶ e mesmo na desconstrução do próprio conceito de regulação, quando vinculado às tendências neoliberais desregulatórias⁶⁷.

O autor identifica no Brasil a carência de uma teoria geral da regulação, apontando para tanto uma razão jurídica, derivada de uma tradicional concepção de Estado como agente de duas funções diametralmente opostas: a ingerência direta na vida econômica e a fiscalização dos particulares.

Por ela, a prestação de serviços públicos de um lado, e a vigilância do mercado, pelo exercício do poder de polícia, de outro, representariam a totalidade das funções que o Estado poderia exercer sobre a economia. Ora, num mundo em que a esfera privada e a esfera estatal se apresentavam em total dicotomia, não haveria porque descrever da precisão de tal análise, própria da perspectiva do direito administrativo.

A regulação passa a ter importância quando o Estado decide abdicar da intervenção econômica direta para dedicar-se à função de organizador das relações sociais e econômicas, tornando insuficiente um mero e passivo exercício de poder de polícia sobre os mercados.

Mas em que consiste esse poder de polícia e em que medida ele se diferencia do poder regulatório? Calixto não o define, cabendo aos administrativistas completá-lo.

Celso Antônio Bandeira de Mello faz reservas à expressão *poder de polícia*, mas a utiliza com vigor, a ponto de com ela denominar e dedicar-lhe todo um capítulo de seu *Curso*⁶⁸. Lá, contudo, qualifica a expressão de “equivoca” e “infeliz”, por abranger num único nome coisas distintas, submetidas a regimes de inconciliável diversidade: leis e atos administrativos, disposições superiores e providências subalternas.

⁶⁶ NUSDEO, 1995, cap. 2.

⁶⁷ GRAU, 2005, pp. 132-133.

⁶⁸ MELLO, 2012, pp. 836 e segs. Em regra, os administrativistas brasileiros seguem o mesmo padrão. DI PIETRO, 2009, também tem um capítulo com esse nome (pp. 114 e segs.). MEIRELLES, 2009, dedica ao tema uma seção do capítulo que examina os *Poderes Administrativos* (pp. 118 e segs.).

Para o autor, essa abrangência peca por sugerir que a Administração Pública reuniria poderes que na verdade não tem, pois, sob o regime de Estado de Direito, esta nada pode fazer senão atuar com base em lei, que lhe confere poderes a serem exercidos nos estritos termos e forma por ela estabelecidos.

Tamanha confusão se daria porque a expressão *poder de polícia* evoca uma época pretérita - a do “Estado de Polícia”, predecessor do Estado de Direito - trazendo consigo a presunção de prerrogativas dantes existentes em prol do “príncipe” e que se fariam comunicar inadvertidamente ao Poder Executivo.

De fato, Celso Antônio traz que, atualmente, na maioria dos países europeus (excetuada a França), o tema é tratado sob a titulação “limitações administrativas à liberdade e à propriedade” e não mais sob o rótulo “poder de polícia”. Ainda assim, este persiste largamente utilizado no Brasil, razão porque o autor dele se serve para identificar “as leis condicionadoras da liberdade e da propriedade” e “os atos administrativos pelos quais se procede a suas concreções”⁶⁹.

Mas as críticas de Celso Antônio à expressão *poder de polícia* não se devem propriamente a esta, e sim a uma eventual interpretação errônea que nela enxergaria um atributo exclusivo do Poder Executivo e não do Estado como um todo, e até insubmisso a limitações legais. Em outros autores, no entanto, esse entendimento não se mostra tão pronunciado, embora seja recorrente a lembrança das vertentes históricas do conceito.

José Cretella Júnior, por exemplo, identifica na Idade Média um precursor do moderno poder de polícia: o poder detido pelo príncipe durante o período feudal, conhecido como *jus politiae*⁷⁰, que designava tudo o que era necessário à *boa ordem da sociedade civil* sob a autoridade do Estado, em contraposição à *boa ordem moral e religiosa*, de competência exclusiva da autoridade eclesiástica⁷¹.

⁶⁹ MELLO, 2012, p. 838.

⁷⁰ O vocábulo *polícia* se origina do grego *politeia*, sendo utilizado para designar as atividades da cidade-estado (*polis*). Cf. DI PIETRO, 2009, p. 115.

⁷¹ CRETELLA JÚNIOR, 1986, p. 578.

Já Di Pietro⁷² acrescenta que, em fins do século XV, o *jus polittiae* designava, na Alemanha, toda a atividade do Estado, que compreendia poderes amplos, permitindo ao príncipe interferir na vida privada dos cidadãos, incluída a vida religiosa e espiritual, mas sob o pretexto de alcançar a segurança e o bem estar coletivo.

O primeiro exemplo denota que, já em seus primórdios, o poder de polícia não era, por assim dizer, absoluto, mas partilhado pelo príncipe e a igreja. Assim, se não era submetido a um controle *externo*, ao menos em alguma medida esse poder era limitado, dada sua divisão entre duas entidades independentes entre si e com poderes equivalentes.

Vistos em conjunto ambos os exemplos, notamos que o fundamento para o exercício do poder de polícia - a boa ordem da sociedade, civil ou religiosa, o bem estar coletivo - ainda que meramente retórico, era externo ao interesse dos seus detentores.

Teríamos aqui, portanto, um prenúncio do princípio da predominância do interesse público sobre o particular que, atualmente, conforme a teoria administrativista, confere à Administração Pública uma posição de supremacia sobre os administrados, fundamentando seu poder de polícia⁷³ e, de certa forma, autorizando a crítica de Bandeira de Mello.

O estágio seguinte da evolução do conceito, na lição de Di Pietro, é marcado pela distinção entre *polícia* e *justiça*: a primeira compreendia normas baixadas pelo príncipe, relativas à Administração e aplicadas sem possibilidade de apelo dos indivíduos aos Tribunais; a segunda compreendia normas que ficavam fora da ação do príncipe, sendo aplicadas pelos juizes.

O *direito de polícia* dos príncipes foi paulatinamente sofrendo restrições em seu conteúdo, deixando de alcançar, primeiro as atividades eclesiásticas, depois as militares e financeiras, até se reduzir a normas relativas à atividade interna da Administração, e a ideia de *polícia* passou a ser vinculada à ideia de

⁷² DI PIETRO, 2009, pp. 115-116.

⁷³ DI PIETRO, 2009, p. 115.

coação, dando contornos nítidos à distinção entre a atividade de polícia e as demais atividades administrativas, como as de serviço público⁷⁴.

Eis um resumo da fase a que Celso Antônio se refere como “Estado de Polícia”, caracterizado pelo *jus politicae*, uma série de normas postas pelo príncipe que se colocavam fora do alcance dos Tribunais.

Com o advento do Estado de Direito, inaugura-se nova fase em que já não se aceitam leis a que o príncipe não se submeta. Seu princípio mais básico é precisamente o da *legalidade*, em consonância com o qual o próprio Estado se submete às leis por ele postas.

Num primeiro momento, o Estado de Direito desenvolveu-se baseado no ideário do liberalismo, cuja preocupação era assegurar ao indivíduo direitos subjetivos, em especial a *liberdade*. Por consequência, tudo o que significasse interferência nessa liberdade deveria ter caráter excepcional.

A regra era o livre exercício dos direitos individuais, primeiramente previstos nas Declarações Universais de Direitos e depois transpostos para as Constituições; a atuação estatal constituía exceção, só podendo limitar o exercício dos direitos individuais para assegurar a *ordem pública*. A polícia administrativa era essencialmente uma *polícia de segurança*.

Um segundo momento se inicia quando o Estado liberal começa a se transformar num Estado intervencionista. A partir de então, sua atuação não se limita mais à segurança e passa a estender-se também à ordem econômica e social.

Dessa evolução histórica, Di Pietro extrai dois conceitos para o vocábulo *poder de polícia*. Um conceito *clássico*, ligado à concepção liberal do século XVIII, segundo o qual o poder de polícia compreendia a atividade estatal que limitava o exercício dos direitos individuais em benefício da segurança, e um conceito *moderno*, adotado no direito brasileiro, de que o poder de polícia é a atividade do Estado consistente em limitar o exercício dos direitos individuais em benefício do interesse público.

⁷⁴ FALLA, 1962, pp. 113-115.

O ordenamento brasileiro oferece um conceito legal de poder de polícia no art. 78 do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172/66 - CTN):

Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, **à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou autorização do Poder Público**, à tranqüilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos.

Parágrafo único. **Considera-se regular o exercício do poder de polícia** quando desempenhado pelo órgão competente **nos limites da lei aplicável**, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder” – grifamos.

Essa conceituação legal cai bem ao CTN na medida em que, à luz do Sistema Tributário Nacional constitucionalmente estabelecido, o exercício do poder de polícia se constitui em fato gerador de um tributo, a taxa⁷⁵.

Tome-se como exemplo a taxa de fiscalização da CVM, criada pela Lei nº 7.940/89, nos seguintes termos: “Art. 1º Fica instituída a Taxa de Fiscalização do mercado valores mobiliários. Art. 2º Constitui fato gerador da Taxa o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à Comissão de Valores Mobiliários - CVM”.

Ao qualificar a atividade da CVM como exercício de poder de polícia, essa iniciativa do legislador ordinário, analisada à luz das considerações teóricas expostas até aqui, reconhece na atividade da CVM o caráter constitucional de atividade típica de Estado. Temos aqui, portanto, uma resposta, com status legal, à questão colocada no início do presente capítulo.

A corroborar tal assertiva, a Taxa de Fiscalização da CVM teve sua constitucionalidade confirmada pela Súmula do STF nº 665, de 24.09.2003, que

⁷⁵ Ao ensejo, diz a Constituição de 1988: “Art. 145. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão instituir os seguintes tributos: (...)II - **taxas, em razão do exercício do poder de polícia** ou pela utilização, efetiva ou potencial, de serviços públicos específicos e divisíveis, prestados ao contribuinte ou postos a sua disposição; (...)”. No mesmo sentido, o CTN: “Art. 77. **As taxas** cobradas pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios, no âmbito de suas respectivas atribuições, **têm como fato gerador o exercício regular do poder de polícia**, ou a utilização, efetiva ou potencial, de serviço público específico e divisível, prestado ao contribuinte ou posto à sua disposição” (grifos nossos).

estabeleceu: “é constitucional a Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários instituída pela Lei 7.940/89”.

A Lei nº 7.940/89 é, ademais, um exemplo de poder de polícia exercido comumente pelos Poderes Legislativo e Executivo, como requer o regime de Estado de Direito⁷⁶ e o princípio da legalidade⁷⁷ que veda à Administração Pública impor obrigações ou proibições, senão em virtude de lei.

Não por outro motivo, Di Pietro nos alerta: “quando se diz que o poder de polícia é a faculdade de limitar o exercício de direitos individuais, está-se pressupondo que essa limitação seja prevista em lei”⁷⁸.

Ora, o Poder Legislativo, no exercício do poder de polícia que incumbe ao Estado, cria, por lei, limitações administrativas ao exercício das liberdades públicas. Já a Administração Pública, no exercício da parcela que lhe é outorgada desse mesmo poder, regulamenta as leis (por meio de atos normativos infralegais) e controla sua aplicação, preventivamente (por meio de ordens, notificações, licenças ou autorizações) ou repressivamente (mediante a imposição de medidas coercitivas).

Nesse preciso sentido, o artigo 78 do CTN, no *caput*, define poder de polícia como atividade da administração pública e, em seu parágrafo único, considera regular o exercício do poder de polícia apenas quando desempenhado nos limites da lei.

Note-se, por fim, que a bipartição no exercício do poder de polícia também é reconhecida por Celso Antônio Bandeira de Mello, quando sua doutrina confere dois sentidos, um *amplo* e um *estrito*, ao vocábulo.

Com efeito, Celso Antônio ensina que a expressão *poder de polícia*, se tomada no sentido amplo, abrange tanto atos do Legislativo quanto do Executivo,

⁷⁶ O Estado de Direito é consagrado já no art. 1º da Constituição Brasileira: “A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito...”.

⁷⁷ O princípio da legalidade é expresso pela Constituição de 1988 no rol das garantias fundamentais, na forma do inciso III de seu art. 5º: “Ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa, senão em virtude de lei”.

⁷⁸ DI PIETRO, 2009, p. 117.

referindo-se, pois, ao complexo de medidas do Estado que delinea a esfera juridicamente tutelada da liberdade e da propriedade dos cidadãos.

Quando tomada em seu sentido estrito, abarca unicamente as intervenções do Poder Executivo, tanto gerais e abstratas - como os regulamentos - quanto concretas e específicas - como as autorizações, licenças e injunções - sempre destinadas a prevenir e obstar o desenvolvimento de atividades particulares contrastantes com os interesses sociais⁷⁹.

Desse modo, o *sentido amplo* dado por Celso Antônio à expressão *poder de polícia* se presta a afastar a hipótese, que o próprio autor levantara, de se considerar o poder de polícia como atribuição exclusiva da Administração Pública, conquanto identificada especificamente com o Poder Executivo⁸⁰.

Mas o mais importante é que as definições de poder de polícia trazidas pela doutrina de Celso Antônio, quando agregadas, aproximam o conceito de poder de polícia do conceito de regulação ao ponto de deixar pouco espaço para distingui-los - a não ser que se extirpasse do último a ideia de regulação social a

⁷⁹ MELLO, 2012, p. 838.

⁸⁰ Ressalve-se que a Constituição Brasileira não vincula a expressão *Administração Pública* apenas ao Poder Executivo. Em seu art. 37, refere-se à “Administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios...”. Fenômeno semelhante se observa no inciso I do § 5º de seu art. 165, que se refere “aos Poderes da União, seus fundos, órgãos e entidades da Administração Direta e Indireta...”. A doutrina pátria, por sua vez, vale-se novamente do recurso à ramificação de sentidos para enfrentar a questão. Assim, Hely Lopes Meirelles (2009, p. 65) diz que Administração Pública “em sentido formal, é o conjunto de órgãos instituídos para consecução dos objetivos do *Governo*”, expressão plenamente identificada com o Poder Executivo. Já “em sentido material, é o conjunto das funções necessárias aos serviços públicos em geral”, e “em acepção operacional, é o desempenho perene e sistemático, legal e técnico, dos serviços próprios do Estado ou por ele assumidos em benefício da coletividade”. Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2009, p. 49) diz que “são dois os sentidos em que se utiliza mais comumente a expressão Administração Pública: em sentido subjetivo, formal ou orgânico, ela designa os entes que exercem a atividade administrativa; compreende pessoas jurídicas, órgãos e agentes públicos incumbidos de exercer uma das funções em que se triparte a atividade estatal: a função administrativa; em sentido objetivo, material ou funcional, ela designa a natureza da atividade exercida pelos referidos entes; nesse sentido, a Administração Pública é a própria função administrativa que incumbe, predominantemente, ao Poder Executivo. Já Celso Antônio Bandeira de Mello (2012, p. 953) trata a Administração Pública como circunscrita ao Poder Executivo, pois, quando menciona os *controles interno e externo* a que esta se submete, estabelece que “*interno* é o controle exercido pelos órgãos da própria Administração, isto é, integrantes do aparelho do Poder Executivo” e “*externo* é o efetuado por órgãos alheios à Administração”. Essa visão mais restritiva de Celso Antônio lhe permitiu afirmar que a expressão *poder de polícia* “leva, algumas vezes, a reconhecer à Administração poderes que (lhe) seriam inconcebíveis no Estado de Direito” (2012, p. 837). O presente trabalho trata as *atividades da Administração Pública* genericamente como *atividades de Estado* (exemplo na pág. 17, acima), mas também utiliza a expressão *Administração Pública* no sentido que nos parece mais comum, qual seja, o que a identifica com o Poder Executivo.

que se referiu Di Pietro e com ele se identificasse apenas a regulação econômica que, assim, não seria muito mais do que o poder de polícia aplicado às atividades econômicas.

Na busca dessa distinção, retomamos as considerações de Calixto Salomão Filho⁸¹. Este aponta para a necessidade do desenvolvimento, no Brasil, de uma teoria *jurídica* da regulação para fazer frente à influência que a teoria *econômica* da regulação, de origem marcadamente norte-americana, exerceu sobre a formulação do modelo brasileiro de organização dos setores privatizados nos anos 90.

Calixto adverte que a *febre* das agências reguladoras por que passou o país, e a crença no poder dessas agências de corretamente organizar as relações econômicas nos setores regulados, invocam uma concepção econômica liberal da função da regulação cujas consequências e perigos precisam ser devidamente reconhecidos e avaliados.

Com esse intuito, Calixto confere ao termo *regulação* uma definição ampla e, digamos, binucleada, reunindo num único conceito as escolas que influenciam a realidade política e jurídica que envolvem a questão no Brasil. Assim, para ele, regulação é toda forma de organização da atividade econômica realizada por intervenção do Estado, seja através da concessão de serviço público ou do exercício de poder de polícia⁸².

Partindo desse conceito, o autor faz uma análise comparativa do modelo de concessões, que ora se pratica no país, com o poder de polícia, expressamente previsto na lei e extensamente tratado na doutrina administrativista brasileiras, enquanto elementos característicos de nossa política de regulação.

Destaca, de início, a origem histórica distinta entre ambos: o poder de polícia, nascido, com a forma atual, no Estado Liberal do século XIX, como resultado da crença de que o Estado pode regular a economia com uma atuação passiva, de limitação da liberdade dos particulares; a concessão de serviços

⁸¹ SALOMÃO FILHO, 2009, pp. 21-26.

⁸² SALOMÃO FILHO, 2009, p. 21.

públicos, ganhando destaque no início do século XX, com o Estado Social, constatada a impossibilidade de o Estado realizar diretamente todos os serviços.

Para o autor, essa origem histórica diversa prenuncia os problemas enfrentados na atualidade: de um lado, a concepção liberal e passiva do poder de polícia não sendo suficiente para atender às necessidades de sistemas econômicos com tantas imperfeições estruturais, como são as modernas economias capitalistas. De outro, o regime de concessão de serviço público enfrentando uma imperfeição de fundo quase insolúvel, pois assenta suas bases na crença de que é possível transformar agentes privados em agentes do interesse público.

Embora, com essa crítica, o autor tenha em mente justificar sua própria teoria de regulação, sua iniciativa merece ser, desde logo, reverenciada por uma contribuição teórica relevante, que é a identificação e a classificação das escolas que influenciam a prática e o pensamento brasileiros voltados ao tema. São elas a *Escola do Interesse Público* e a *Escola Neoclássica* da regulação.

A *Escola do Interesse Público* é caracterizada por considerar que o objetivo primordial da regulação é a busca do interesse público, sem se preocupar com a preservação do mercado. Seu problema, segundo Calixto, é a definição de interesse público ser multifacetada – ora política, ora econômica – e imprecisa. O autor duvida mesmo da existência de um conceito de interesse público coerente o suficiente para direcionar a intervenção do Estado na economia.

O enfrentamento dessa dificuldade dependeria, portanto, de um raciocínio jurídico apto a extrair da Constituição uma ideia clara e consistente de interesse público. Esta é a hipótese adotada no presente trabalho a partir dos fundamentos oferecidos pelas doutrinas do direito administrativo, econômico e constitucional, aqui tomadas por referência.

Mas, para Calixto, o ponto de vista dessa escola se mostra limitado ante o desafio de analisar-se o regime de concessões de serviços públicos que atualmente vigora no Brasil.

É possível considerar, contudo, que a limitação da *Escola do Interesse Público* como balizadora de uma análise da realidade atual se deve mais à

imprevisão do que à crença de que agentes privados poderiam assumir o papel de perseguidores do interesse público.

Remanesceria, assim, a hipótese de que os agentes privados podem ser, não controlados, mas dirigidos pelo regime de direito público, por via da regulação, sem que fosse necessário torná-los eles próprios agentes públicos.

Já a *Escola Neoclássica* da regulação, também designada genericamente por *Escola Econômica*, tem como pontos fundamentais (i) a negação de qualquer fundamento de interesse público na regulação e (ii) a afirmação do objetivo de substituição ou correção do mercado através da regulação.

Orientada pelo neoclacismo, essa escola se pauta na crença de que a teoria econômica pode prever os resultados e indicar os fins da atividade econômica, servindo a regulação apenas como substituto do mercado. Por conseguinte, o regulador deve ser capaz de reproduzir um mercado em laboratório, a partir dos gráficos de oferta e demanda.

Exemplo emblemático da doutrina produzida por essa escola é o artigo de H. Demsetz, “Why regulate utilities”⁸³ que, cético em relação à regulação, sugere que esta sirva como proteção à indústria, e não a qualquer motivo de interesse público. Baseada numa crença cega no mercado, para tal teoria a regulação só é necessária se não existir solução de mercado mais eficiente.

Essa ideia orientou os movimentos desregulatórios tornados hegemônicos nos mercados financeiros ocidentais a partir dos anos oitenta e que têm sido relacionados à crise econômica global vivida em nossos dias⁸⁴.

Finalmente, Calixto propõe a sua teoria da regulação. Nela, evita o conceito de interesse público, para ele *tormentoso*, identificando o significado e o conteúdo da função do Estado regulador a partir de um movimento inverso, isto é, a partir do que não pode estar sujeito às regras de mercado. Interessante é que, ao adotar esse caminho, o autor acabou contribuindo para nossa definição jurídica de interesse público.

⁸³ DEMSETZ, 1988, pp. 267 e segs., *apud* SALOMÃO FILHO, 2008, p. 28.

⁸⁴ Aqui a referência não é bibliográfica, mas cinematográfica: “Inside Job”, de 2010, realizado nos EUA por Charles Ferguson. Ganhou o *Oscar* de melhor documentário em 2011.

Seu critério procura, basicamente, distinguir as atividades econômicas que devem e as que não devem ser reguladas. Por ele, toda vez que determinada atividade econômica tiver externalidades⁸⁵ sociais, sejam positivas ou negativas, o mercado não será um elemento organizador eficiente, pois nesses casos não será capaz de compensá-las ou recompensá-las.

O autor não se furta de posicionar politicamente sua teoria, afirmando-a contrária aos pressupostos neoliberais e de objetivo francamente redistributivo. Em seu âmbito, pouco importa se o resultado final será um aumento ou decréscimo da riqueza global (Pareto) ou, ainda, que exista uma possibilidade teórica de compensação (Kaldor-Hicks).

O que importaria é a existência de uma relevância social na atividade a ponto de não poder ser prestada por particulares sem efeitos distributivos perversos - o autor cita como exemplos a educação e a saúde. Nessas áreas sensíveis, geradoras de externalidades sociais por natureza, seria inviável a participação do particular, cabendo, outrossim, a intervenção direta do Estado.

Quanto aos setores que não necessitam permanecer sob a tutela direta do Estado, considera o autor que é com relação a eles, e só a eles, que se coloca a questão do fundamento jurídico e da forma de regulação. Só nessa hipótese caberia a regulação segundo a forma clássica do art. 174 da CF.

A regulação, assim, se torna justificável por representar uma garantia institucional de correção e equidade no processo de interação econômica, deixando de haver fundamentos *pré* (interesse público) ou *ultrajurídicos* (mercado) para a regulação. Seu objetivo passa a ser apenas criar uma igualdade jurídica material, e não meramente formal, entre todos os agentes econômicos, com fundamento no próprio *caput* do art. 5º da Constituição de 1988, que encabeça o Título II, dos Direitos e Garantias Fundamentais, com os seguintes termos:

⁸⁵ Explica o autor: “Há externalidade sempre que determinada relação jurídica produz efeitos geralmente não mensuráveis a sujeitos que não participam daquela determinada relação jurídica. Exemplo típico é a poluição, externalidade (negativa) causada pela produção industrial, que não atinge os produtores ou consumidores diretos do produto fabricado (partes na relação econômica) mas, sim, os moradores de áreas próximas à indústria (terceiros). Na área social, externalidades são benefícios ou malefícios causados pela relação jurídica a grupos sociais menos favorecidos ou à organização da sociedade como um todo”. CALIXTO, 2008, pp. 33-34.

Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...).

Restaria, portanto, compatibilizar a forma de regulação com os valores histórica, social e constitucionalmente estabelecidos no sistema brasileiro. Especificamente, seria necessário conformar o modelo de regulação adotado com princípios constitucionais como a livre iniciativa e a justiça social (art. 170 da CF).

Aparentemente díspares quando sujeitos ao que tradicionalmente se entende como *lógica de mercado*, esses princípios devem ser compatibilizados pela regulação que, assim, promoveria as condições para que os agentes econômicos desenvolvessem suas atividades em condições de igualdade material, traduzida em igualdade efetiva de oportunidades, o que, para ele, só pode ocorrer com a difusão forçada do conhecimento econômico entre os indivíduos⁸⁶, vale dizer, com a efetivação da democracia na *atividade econômica*, conceito estudado a seguir.

Atividade econômica

Eros Grau⁸⁷ iniciou o tratamento deste tema cuidando de advertir que a linguagem jurídica, como a linguagem natural, apresenta *textura aberta*. Nela proliferam as chamadas palavras e expressões *camaleão*⁸⁸, que constituem perigo para a clareza do pensamento. A expressão *atividade econômica* é um de seus exemplos.

Antes de se dispor ao exercício de interpretá-la, Eros remete a Karl Larenz, para quem a linguagem jurídica deve ser considerada um *jogo de linguagem*, no sentido que Wittgenstein atribui a essa expressão⁸⁹. A compreensão da linguagem jurídica decorreria da participação nesse jogo que, instrumentada

⁸⁶ SALOMÃO FILHO, 2008, pp. 34-36.

⁸⁷ GRAU, 2002, p. 138.

⁸⁸ HOHFELD, 1968, pp. 45-46.

⁸⁹ LARENZ, 1980, p. 189, *apud* GRAU, 2002, pp. 138-139.

pela dogmática, conferiria às palavras e expressões sentidos mais precisos do que aqueles que lhes são conferidos na linguagem usual⁹⁰.

Como o presente trabalho, e talvez todo trabalho jurídico, apoia-se em hipóteses de interpretação da linguagem jurídica, cabe uma breve exploração do ponto levantado por Eros, aproveitando-se a oportunidade para a fixação de alguns pressupostos metodológicos de interpretação colhidos da doutrina positivista.

Noel Struchiner⁹¹ nos auxilia nesse intento, apontando que a noção de *textura aberta da linguagem*⁹² foi empregada de forma pioneira pelo filósofo da linguagem Friedrich Waismann⁹³, como resposta a uma tentativa dos positivistas lógicos de identificar o significado de uma afirmação a partir de seu próprio método de verificação.

O autor percebe uma falha capaz de comprometer a proposta dos positivistas lógicos ao constatar que, se o método de verificação confere o próprio significado da afirmação, disto decorre, logicamente, as afirmações traduzirem as experiências que constituem o método de verificação.

Waismann constata, porém, que em muitos casos tal redução não é possível e que, em função da *textura aberta da linguagem*, o significado das afirmações não se esgota com o fornecimento de um conjunto finito de experiências. Falando em termos mais específicos, a verificação de um conjunto finito de experiências pode funcionar como “condição de assertibilidade” (*assertability condition*) de uma afirmação, mas não é logicamente suficiente para esgotar seu significado.

Isto porque conceitos empíricos também apresentam uma *textura aberta*. E por mais que esses conceitos sejam limitados em certas direções, sempre deixaremos de delimitá-los em outras, restando lacunas na forma como seu uso deve ser efetivado. E por mais que se tente construir uma definição ou modelo de

⁹⁰ EROS, 1988, p. 60.

⁹¹ STRUCHINER, 2005, pp. 99-110.

⁹² Noel informa que “o termo *textura aberta da linguagem* (*open texture of language*) foi sugerido a Waismann pelo professor Kneale, como tradução do termo criado por Waismann no alemão, *porosität der begriffe* (‘porosidade dos conceitos’). Cf. STRUCHINER, 2005, p. 99.

⁹³ WAISMANN, 1978, pp. 117-144.

pensamento capaz de antecipar todos os usos dos conceitos empíricos, sempre podem surgir casos novos que requeiram uma reformulação da definição.

Waismann assevera que nunca podemos ter certeza de que incluímos em nossa definição tudo o que deveria ter sido incluído, e isto leva o processo de definição e refinamento de uma ideia a continuar sem nunca atingir um estágio final. Afinal, nossos valores estão em constante mudança, assim como o próprio mundo.

E, nesse mesmo sentido, corrobora Schauer: “a textura aberta é essa característica indelével da linguagem, a consequência do confronto entre uma linguagem fixa e um mundo desconhecido em constante mudança”⁹⁴.

Struchiner introduz Wittgenstein nesse raciocínio citando Gordon Baker⁹⁵, para quem o conceito de textura aberta da linguagem, proposto por Waismann, nasceu do conceito de *hipótese* (*hypothesis*) elaborado por Wittgenstein, segundo o qual uma hipótese admite múltiplas verificações independentes, mas nenhuma delas, e nenhuma combinação delas, é conclusiva. No máximo, uma hipótese se torna *provável* em função das evidências que servem para confirmá-la, mas nunca *certa*.

O conceito de hipótese se aproximaria, então, da ideia de textura aberta da linguagem, pois, assim como uma hipótese só pode se tornar mais ou menos provável em função das evidências, mas jamais absolutamente certa, a afirmação empírica não pode ser verificada de forma conclusiva, em decorrência da textura aberta da linguagem.

Mas Eros vincula Wittgenstein à ideia de textura aberta da linguagem pela noção de “jogos de linguagem” referida por Larenz.

Com efeito, Wittgenstein⁹⁶ incorpora a noção de jogos de linguagem na sua filosofia para mostrar como, apesar da heterogeneidade da linguagem, ela ainda assim funciona. Trata-se, registra Struchiner, de uma visão *não essencialista* da linguagem, por meio da qual Wittgenstein considera a linguagem, não como

⁹⁴ SCHAUER, 1998, p. 36.

⁹⁵ BAKER, 1979, p. 270.

⁹⁶ WITTGENSTEIN, 1996, p. 35.

simples representação de fatos da realidade, mas como *atividade*, capaz de exercer uma diversidade de funções⁹⁷.

Consequentemente, os termos que compõem as proposições deixariam de ser meras substituições dos objetos do real, passando a atuar como ferramentas que podem ser usadas de maneiras diferentes, dependendo da função que lhes incumbe realizar. No campo do direito, diria Larenz, sua função seria conformada pela dogmática.

Weismann, por sinal, evidencia a aplicação de sua filosofia ao direito numa passagem do livro “Principles of Linguistic Philosophy”, onde o autor compara as leis, que vigoram numa determinada época, à gramática da linguagem:

As leis de qualquer época são adequadas para as características predominantes, tendências e hábitos dessa época. A ideia de um sistema fechado de leis que dura para sempre, e capaz de resolver qualquer conflito imaginável, é uma fantasia utópica sem nenhum fundamento para sustentá-la. O fato é que todo o sistema de leis apresenta lacunas que são, via de regra, verificadas e preenchidas somente quando iluminadas por certos eventos particulares. De forma similar, devemos admitir que a gramática é incompleta, e que se as circunstâncias surgissem, nós tornaríamos a gramática mais completa por meio da introdução de novas regras para dar conta dessas situações. Nenhuma linguagem está preparada para todas as possibilidades. Deplorar a insuficiência da linguagem seria simplesmente um engano.⁹⁸

Partindo dessa assertiva, Baker e Hacker identificam, não uma semelhança, mas uma divergência entre as ideias de Weismann e Wittgenstein:

A conclusão de Wittgenstein não é que toda expressão é mais ou menos vaga, nem mesmo que toda expressão possui uma textura aberta. Afinal, se não existe uma determinação de sentido, então não existe uma ausência dela. Como nenhuma expressão poderia ter um sentido determinado, então não faz sentido atribuir a qualquer expressão a propriedade de não ter essa ‘propriedade’. Em vez disso, deveríamos ficar contentes em dizer que não existe nada como uma explicação capaz de impedir todas as possíveis dúvidas sobre como aplicar a expressão.⁹⁹

Inobstante ter deslindado a inspiração de Weismann em Wittgenstein, Struchiner também conclui enfatizando a diferença entre ambos:

⁹⁷ STRUCHINER (2005, p. 102) aponta a lista, não exaustiva, das várias funções da linguagem na passagem 23 das *Investigações Filosóficas* de WITTGENSTEIN (1996, p. 35).

⁹⁸ WAISMANN, 1971, p. 76.

⁹⁹ BAKER e HACKER, 1980, p. 383.

Waismann utiliza a noção de textura aberta da linguagem para explicar a incompletude das definições dos termos empíricos e das verificações das afirmações sobre objetos materiais. Porém, de acordo com Wittgenstein, “...se não faz sentido falar da existência de um conjunto completo de regras definindo e delimitando conceitos, então não se deve caracterizar conceitos como sendo ‘incompletos’ ou ‘indeterminados’ (BIX, 1995, p. 16)¹⁰⁰

No âmbito específico da teoria do direito, Struchiner aponta a noção de textura aberta da linguagem sendo tratada em vários trabalhos de Robert Alexy, vinculada ao problema da vaguidade na linguagem jurídica. Citemos, por todos, o livro “The Argument from Injustice”, onde Alexy afirma:

Conforme coloca Hart, todo direito positivo possui uma textura aberta. Existem algumas razões para isso. Com especial significado, pode-se destacar a imprevisibilidade da linguagem legal, a possibilidade de conflitos normativos, a ausência de uma norma para servir como base para a decisão, e, em alguns casos, a possibilidade de se tomar uma decisão contrária a uma leitura literal da regra. Pode-se falar aqui de uma ‘região aberta’ do direito positivo, que pode ser mais ou menos ampla, mas que existe em todo sistema jurídico. Um caso que cai sob a região aberta vai ser chamado de um ‘caso duvidoso’¹⁰¹.

O maior responsável pela transposição dessa discussão, do âmbito da filosofia da linguagem para o terreno da teoria do direito, foi Hart. Segundo ele, uma das principais razões para a dificuldade na aplicação das regras jurídicas é o fato de serem constituídas por termos gerais dotados de textura aberta, que levam à impossibilidade de se identificar todas as ocasiões em que uma regra deve ser aplicada ou não.

Hart busca uma solução para esse problema a partir do que foi identificado por Brian Bix de “*abordagem criteriológica e paradigmática do significado*”¹⁰². Por ela, o primeiro passo para se saber se o termo geral engloba um determinado caso é pensar nos *casos paradigmáticos* para os quais a regra foi construída. Se o caso concreto se insere no núcleo de certeza da aplicação dos termos gerais contidos na regra, então a aplicação da norma se dá de maneira “mecânica”.

O segundo passo é fazer uma análise *criteriológica* para saber se o fato em questão é suficientemente semelhante, em aspectos relevantes, aos casos paradigmáticos, para receber o mesmo tratamento.

¹⁰⁰ STRUCHINER, 2005, p. 106.

¹⁰¹ ALEXY, 2003, pp. 68-69.

¹⁰² BIX, 1995, p. 9.

É possível observar uma semelhança entre a *abordagem criteriológica e paradigmática* proposta por Hart e o caminho traçado por Eros na interpretação da expressão *atividade econômica*.

Para o autor, trata-se de um gênero que comporta duas espécies: atividade econômica em sentido estrito e serviço público¹⁰³, sendo que o art. 174 da Constituição Federal a utiliza em sentido amplo¹⁰⁴, na medida em que engloba as atividades desenvolvidas no setor público e no setor privado. A *abordagem paradigmática* de Eros se constituiria, portanto, na verificação do sentido da expressão adotado pela Constituição.

Vale notar, por oportuno, que o conceito de atividade econômica que o autor desenvolve em seu “Direito, Conceitos e Normas Jurídicas”¹⁰⁵, serve como contraponto à teoria da regulação proposta por Calixto, na medida em que esta propõe uma interpretação inovadora para a expressão constitucional *regulação da atividade econômica*.

Eros, por sua vez, procura descrever a realidade que observa, levando em consideração o protagonismo das forças políticas que agem sobre a Constituição, de modo a estabelecer o que por ora se tem como atividade econômica, para efeitos do art. 174 da Constituição de 1988. Tratar-se-ia de uma espécie de *abordagem criteriológica*, portanto.

Com efeito, Eros explica que prestação de serviço público está voltada à satisfação de necessidades, o que envolve a utilização de bens e serviços, e recursos escassos. Daí se afirmar que o serviço público é um tipo de atividade econômica. Seu desenvolvimento compete preferencialmente ao setor público, mas pode ser prestado pelo setor privado em regime de concessão ou permissão.

Já a atividade econômica em sentido estrito é aquela que compete preferencialmente ao setor privado, podendo o setor público exercê-la em caráter suplementar, nos termos do art. 173 da Carta de 1988, que utiliza a expressão nesse sentido: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária

¹⁰³ GRAU, 2002, pp. 140-141.

¹⁰⁴ GRAU, 2002, pp. 145.

¹⁰⁵ GRAU, 1988, pp. 109-110.

aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

Celso Antônio Bandeira de Mello, por sua vez, enxerga na Constituição Brasileira uma grande divisão: de um lado, atividades que são da alçada de particulares – as econômicas; de outro, atividades que são da alçada do Estado, juridicamente qualificadas como não econômicas, os serviços públicos. Explica o autor:

O primeiro *discrímen* tem supina importância, pois é por via dele que, em termos práticos, se assegura a existência de um regime capitalista no país. Com efeito, ressalvados os monopólios estatais já constitucionalmente designados (petróleo, gás, minérios e minerais nucleares, nos termos configurados no art. 177, I-V), as atividades da alçada dos particulares – vale dizer, atividades econômicas – só podem ser desempenhadas pelo Estado em caráter absolutamente excepcional, isto é, em dois casos: quando isto for necessário por um imperativo de segurança nacional ou quando for demandado por relevante interesse público, *conforme definidos em lei* (art. 173).

Nesse excerto o autor identifica, na forma como a atividade econômica privada é tratada pela Constituição de 1988, um dos pilares constitucionais do regime capitalista brasileiro. Num segundo momento, lembra que o conceito de interesse público, a pautar a ação do Estado, deve estar definido em lei, não o considerando, portanto, um conceito indeterminado, como propõem Calixto e Weismann, mas determinável, como propõem Di Pietro, Eros, e Wittgenstein.

1.3

A Ordem Econômica Constitucional

Analisados os elementos que compõem o art. 174 da CF, passamos ao deslinde do contexto onde este se insere: a ordem econômica constitucional brasileira, formalmente representada pelo Título VII da Constituição Federal, “Da Ordem Econômica e Financeira”, que se inicia com o art. 170 enunciando seus fundamentos, fim e princípios:

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

nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Iniciamos tal processo com a ressalva de que a constitucionalização de uma *ordem econômica* não é inovação da Carta de 1988. Eros Grau¹⁰⁶ aponta a presença dessa expressão também nas Constituições de 1934, 1937, 1946 e 1967-69¹⁰⁷, embora em todas elas, a expressão não se preste a mais do que indicar o local onde se encontram disposições que institucionalizam a ordem econômica.

Com efeito, Eros confere pouca relevância ao conceito *ordem econômica constitucional*, ponderando que a finalidade dos conceitos jurídicos é a de ensejar a aplicação de normas jurídicas, não sendo usados para definir essências, mas sim para permitir e viabilizar a aplicação de normas jurídicas.

Sucedo que o conceito de ordem econômica constitucional não permite, não enseja, não viabiliza a aplicação de normas jurídicas. Logo, não é um conceito jurídico. Presta-se unicamente a indicar, topologicamente, no texto constitucional, disposições que, em seu conjunto, institucionalizam a ordem econômica (mundo do ser). Cuida-se, pois, de conceito ancilar da dogmática do direito, e não do direito propriamente.

Mesmo nesse sentido topográfico, o autor considera o conceito equivocado, pelas razões¹⁰⁸ a seguir resumidas:

¹⁰⁶ GRAU, 2002, pp. 76-77.

¹⁰⁷ Art. 115 da Constituição de 1934, título que engloba os arts. 135 a 155 da Constituição de 1937, art. 145 da Constituição de 1946, art. 157 da Constituição de 1967 e art. 160 da Emenda Constitucional nº 1/69.

¹⁰⁸ No início do capítulo 2 da obra citada, intitulado “Ordem Econômica”, Eros, de certa forma, credita a inspiração weberiana, presente nessas *razões*, ao lembrar que “Max Weber (*Economia y Sociedad*, v. 1, cit. pp. 251 e ss.) refere a ordem jurídica como esfera ideal do dever ser e a ordem econômica como esfera dos acontecimentos reais” (GRAU, 2002, p. 50).

- Na Constituição de 1988 há disposições que operam a institucionalização da ordem econômica (mundo do ser) fora do Título da Ordem Econômica. Exemplos: os artigos 1º, 3º, 8º e 9º¹⁰⁹.
- Ao distinguir-se ordem econômica *formal* de ordem econômica *material*, os problemas do conceito se desdobram em duas linhas: (i) a ordem econômica (mundo do dever ser) não se esgota no nível constitucional. Exemplos: § 4º do art. 173 e art. 186¹¹⁰ da Constituição de 1988, que expressamente remetem à necessidade de complementação legal. Assim, o elenco das disposições que preenchem a moldura da ordem econômica (mundo do dever ser) apenas estará completo quando nele se incluírem as leis – normatização infraconstitucional, portanto; (ii)

¹⁰⁹ Seguem os dispositivos mencionados, na versão original: “Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: - a soberania; II - a cidadania; III - a dignidade da pessoa humana; IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa; V - o pluralismo político. Parágrafo único. Todo o poder emana do povo, que o exerce por meio de representantes eleitos ou diretamente, nos termos desta Constituição. Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação. Art. 8º É livre a associação profissional ou sindical, observado o seguinte: - a lei não poderá exigir autorização do Estado para a fundação de sindicato, ressalvado o registro no órgão competente, vedadas ao Poder Público a interferência e a intervenção na organização sindical; II - é vedada a criação de mais de uma organização sindical, em qualquer grau, representativa de categoria profissional ou econômica, na mesma base territorial, que será definida pelos trabalhadores ou empregadores interessados, não podendo ser inferior à área de um Município; III - ao sindicato cabe a defesa dos direitos e interesses coletivos ou individuais da categoria, inclusive em questões judiciais ou administrativas; IV - a assembléia geral fixará a contribuição que, em se tratando de categoria profissional, será descontada em folha, para custeio do sistema confederativo da representação sindical respectiva, independentemente da contribuição prevista em lei; V - ninguém será obrigado a filiar-se ou a manter-se filiado a sindicato; VI - é obrigatória a participação dos sindicatos nas negociações coletivas de trabalho; VII - o aposentado filiado tem direito a votar e ser votado nas organizações sindicais; VIII - é vedada a dispensa do empregado sindicalizado a partir do registro da candidatura a cargo de direção ou representação sindical e, se eleito, ainda que suplente, até um ano após o final do mandato, salvo se cometer falta grave nos termos da lei. Parágrafo único. As disposições deste artigo aplicam-se à organização de sindicatos rurais e de colônias de pescadores, atendidas as condições que a lei estabelecer. Art. 9º É assegurado o direito de greve, competindo aos trabalhadores decidir sobre a oportunidade de exercê-lo e sobre os interesses que devam por meio dele defender.”

¹¹⁰ Seguem os dispositivos mencionados, na versão original: “Art. 173 (...) § 4º A lei que instituir contribuição de intervenção no domínio econômico relativa às atividades de importação ou comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados e álcool combustível deverá atender aos seguintes requisitos: (...). Art. 186. A função social é cumprida quando a propriedade rural atende, simultaneamente, segundo critérios e graus de exigência estabelecidos em lei, aos seguintes requisitos: I - aproveitamento racional e adequado; II - utilização adequada dos recursos naturais disponíveis e preservação do meio ambiente; III - observância das disposições que regulam as relações de trabalho; IV - exploração que favoreça o bem-estar dos proprietários e dos trabalhadores.”

nem todas as disposições formalmente inseridas no Título da Ordem Econômica compõem o quadro da ordem econômica (constitucional) material. Exemplo: o § 3º do art. 173 da Constituição de 1988¹¹¹.

- No texto da Constituição de 1988, a expressão aparece conotando diversos significados: no *caput* do art. 170, ordem econômica indica mundo do ser; no § 5º do art. 173, mundo do dever ser¹¹².

Embora critique o conceito de *ordem econômica constitucional*, Eros preza o conceito de *ordem econômica*. E não poderia ser diferente, na medida em que se propõe à “interpretação da ordem econômica na Constituição de 1988”, conforme afirma no texto¹¹³ e no título de uma de suas obras que tomamos por referência.

De fato, interpretar a ordem econômica apresentada na Constituição de 1988 é, antes de tudo, vislumbrar a aplicação de normas jurídicas¹¹⁴, aplicação cujas ferramentas são os conceitos jurídicos, como o próprio autor ensina.

Eros então trata de elaborar uma conceituação para *ordem econômica*: “conjunto de normas que define, institucionalmente, um determinado modo de produção econômica. Assim, ordem econômica, parcela da ordem jurídica (mundo do dever-ser) não é senão o conjunto de normas que institucionaliza uma determinada ordem econômica (mundo do ser)”¹¹⁵.

¹¹¹ Segue o dispositivo mencionado, na versão original: “Art. 173 (...) § 3º - A lei regulamentará as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade.”

¹¹² Seguem os dispositivos mencionados, na versão original: “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: (...). Art. 173 (...) § 5º - A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.”

¹¹³ GRAU, 2002, p. 220.

¹¹⁴ Nesse sentido, Carlos Maximiliano, 2005, p.1: “É tarefa primordial do executor a pesquisa da relação entre o texto abstrato e o caso concreto, entre a norma jurídica e o fato social, isto é, aplicar o Direito. Para o conseguir, se faz mister o trabalho preliminar: descobrir e fixar o sentido verdadeiro da regra positiva; e, logo depois, o respectivo alcance, a sua extensão. Em resumo, o executor extrai da norma tudo o que na mesma se contém: é o que se chama interpretar, isto é, *determinar o sentido e o alcance das expressões do Direito*”.

¹¹⁵ GRAU, 2002, p. 61.

A definição de *ordem econômica* de Eros é derivada da ideia de *constituição econômica* de Vital Moreira. Esta também prevê duas faces para um mesmo conceito, a primeira voltada ao *ser* e a segunda ao *dever ser*: “conjunto de preceitos e instituições jurídicas que, garantindo os elementos definidores de um determinado sistema econômico, instituem uma determinada forma de organização e funcionamento da economia e constituem, por isso mesmo, uma determinada ordem econômica; ou, de outro modo, aquelas normas ou instituições jurídicas que, dentro de um determinado sistema e forma econômicos, que garantem ou instauram, realizam uma determinada ordem econômica concreta”¹¹⁶.

Note-se que o conceito de Vital Moreira não prende a constituição econômica à constituição formal, vez que em nenhum momento estabelece que as normas que compõem a constituição econômica devam necessariamente estar contidas na Constituição, o que se coaduna com as críticas de Eros ao conceito de ordem econômica constitucional.

Ainda mais importante que isto é ambos apontarem a ordem jurídica como elemento do modo de produção da sociedade. Não por acaso, tanto o elemento jurídico como o modo de produção são identificados pela mesma expressão: ordem econômica.

Com essa inspiração, podemos retratar a ordem econômica como o conjunto de aspectos fáticos e jurídicos que, a um só tempo, compõem e sustentam as relações econômicas da sociedade. Tal definição prescinde da distinção entre ser e dever ser, que repartiria o conceito em dois, ao reunir as duas esferas num mesmo plano.

Sob um aspecto ou outro, o direito se apresenta como elemento do modo de produção, pois as relações de produção dependem da forma do direito, quer seja para se constituir, quer seja para se desenvolver em ambiente seguro.

¹¹⁶ MOREIRA, 1974, p. 35, *apud* GRAU, 2002, p. 61.

Resta-nos identificar as razões pelas quais a parcela do direito identificada como *ordem econômica* passa a ter caráter constitucional, inclusive no Brasil.

Dado que a Constituição é a sede normativa do poder e da organização do Estado, é possível deduzir que a ordem econômica passa a ter caráter constitucional quando os fatores reais de poder (a Constituição material de Lassalle) impõem ao Estado orientar a economia de maneira efetiva.

Encontramos em Eros¹¹⁷ uma explicação para o fenômeno. Aponta o autor que a contemplação, nas Constituições, de um conjunto de normas compreensivo de uma ordem econômica, expressa a transformação que afeta o direito no momento em que este deixa de meramente prestar-se à harmonização dos conflitos e à legitimação do poder, passando a funcionar como instrumento de políticas públicas, isto é, de políticas de Estado. Tal momento é a virada do século XIX para o XX, quando se verifica uma sensível transformação no modo de produção capitalista.

Na fase anterior, marcada pelo liberalismo, os produtos do Estado eram basicamente o direito e a segurança, e a principal intervenção estatal na economia se constituía na defesa da propriedade - fundada justamente no direito e segurança oferecidos pelo Estado.

Com o advento do século XX, as imperfeições do liberalismo – manifestadas na forma de monopólios, crises econômicas e exacerbação do conflito capital x trabalho¹¹⁸ - conduziram o Estado a uma nova função, a de agente regulador da economia¹¹⁹.

Tratava-se de uma transformação em prol da preservação: a ordem econômica liberal seria paulatinamente substituída por uma ordem econômica intervencionista, com vistas não a uma ruptura, mas ao aprimoramento da ordem econômica capitalista.

¹¹⁷ GRAU, 2002, pp. 13-15.

¹¹⁸ VIDIGAL, 1977, p. 14, *apud* GRAU, 2002, p. 15.

¹¹⁹ GRAU, 2002, p. 19.

O fenômeno pode ser identificado na realidade brasileira com o auxílio da análise de Calixto Salomão Filho¹²⁰, para quem a concentração econômica, desde sempre, foi considerada, no país, sinônimo de desenvolvimento.

Essa crença tem raízes históricas. Nossa estrutura econômica foi construída a partir do poder econômico que, de início, se sobrepôs ao poder estatal. Tratava-se do poder econômico estrangeiro, de origem estatal e não estatal, sobrepondo-se ao poder estatal interno, característica da exploração colonial pautada no monopólio da metrópole para a aquisição dos bens aqui produzidos e o fornecimento dos bens aqui consumidos.

Tal origem criou raízes, e a dependência estrutural da economia brasileira ao poder econômico concentrado perpetuou-se. Tanto que o Brasil, já independente politicamente, ainda era uma monocultura exportadora totalmente dependente do exterior. A importação de bens de consumo da metrópole, não mais obrigatória, passava a ser monopolizada por grandes comerciantes de escravos que, muito fortes financeiramente, impunham preços e afugentavam potenciais concorrentes. O mercado interno brasileiro continuava, então, dependente e sob o controle de agentes com poder monopolista.

A passagem para a economia industrial não democratizou nossa vida econômica, pois foram os capitais concentrados pelos grandes exportadores que viabilizaram a industrialização brasileira¹²¹. O grande volume de capitais necessários para investir na substituição de importações fez com que o poder financeiro acumulado na exploração da monocultura exportadora se transformasse em poder econômico na economia industrial brasileira.

Essa tendência se acentuou com o advento dos planos desenvolvimentistas patrocinados pelos governos brasileiros, que se fazem notar desde aquela época e até o presente. A despeito de diferenças procedimentais e de conjuntura, neles se nota uma política mestra de incentivo à grande empresa brasileira, de modo a lhe

¹²⁰ SALOMÃO FILHO, 2008, pp. 162-166.

¹²¹ FURTADO, 1986, pp. 195 e segs.

proporcionar poderio econômico e escala suficiente para competir com as empresas estrangeiras. Reforçaram-se ainda mais as estruturas do poder econômico no mercado, portanto.

Nos anos 90, o país se abriu ao capital internacional através, sobretudo, das privatizações. A partir desse momento, passaram a ocorrer dois fenômenos, ambos relacionados à concentração econômica. Em primeiro lugar, o país passou a ser influenciado pela oligopolização dos mercados internacionais, em geral controlados por corporações sediadas nos países desenvolvidos. Em segundo lugar, as autoridades governamentais brasileiras – em particular o BNDES – passaram a perseguir a concentração dos mercados e das empresas nacionais.

Essa ausência de um combate estrutural ao poder econômico tem como subproduto a acentuação da concentração de riquezas e o aumento da penúria social, tendo em vista a relação inversa entre concentração econômica e nível de emprego, observável na realidade das economias nacionais, centrais e periféricas, afetadas por uma crise intimamente vinculada ao fenômeno que se convencionou chamar de globalização e da qual o Brasil não tem como se safar.

É de se perguntar, então, se os ditames de política econômica que geram tais efeitos na realidade são consentâneos com nossa ordem econômica constitucional. Os parâmetros para a resolução dessa questão são encontrados no art. 170 da Constituição de 1988.

Entre os princípios previstos em seu *caput* destacam-se três, os dois primeiros como fundamento e o terceiro como objetivo da ordem econômica: a valorização do trabalho humano, a livre iniciativa e a busca da justiça social.

É clara a possibilidade de conflito entre eles. Medidas objetivando a justiça social podem não ser compatíveis com a livre-iniciativa, e vice-versa. Diante dessa constatação, Calixto propõe uma interpretação, por ele chamada de possibilidade jurídica¹²².

¹²² SALOMÃO FILHO, 2009, p. 164.

Sua premissa básica é a prevalência do princípio mais diretamente afetado pela medida ou ato que se pretende analisar. Seu exemplo se refere especificamente à política industrial, mas pode ser estendido, sem perda de significado, para a regulação da atividade econômica como um todo.

Nesse sentido, uma política industrial não deve pretender substituir ou eliminar a concorrência entre os agentes, pois assim seria claramente contrária à livre iniciativa, sem ser instrumento de promoção da justiça social.

Estendendo-se essa visão para o campo da regulação da atividade econômica, a promoção da justiça social só pode significar obtenção de equilíbrio entre os agentes do mercado, que se traduz em um verdadeiro princípio de democracia econômica, a ser alcançado por meio de uma concepção institucional de regulação que inclua, necessariamente, a adoção de políticas de cunho social que visem à eliminação das desigualdades.

Eros, por sua vez, aponta a extensão das funções estatais como decorrência da necessidade de acumulação de capital para a realização do desenvolvimento econômico, erigido à condição de ideal social a partir do século XX.

Para suprir as insuficiências do sistema, o Estado foi convocado a atuar sobre uma realidade em que, por um lado, a força de trabalho era o único bem de propriedade de largas parcelas da população e, por outro, era imperiosa a necessidade de formação de poupanças para a reprodução do capital¹²³.

Eros credita essa observação a Francesco Galgano, para quem “há evidente conexão entre a tendência à acumulação de capital e a extensão das funções do Estado; a ação pública, desta sorte, é condição necessária do desenvolvimento econômico”¹²⁴, mas acrescenta que a busca do desenvolvimento “impunha a

¹²³ GRAU, 2002, p. 21.

¹²⁴ GALGANO, 1980, pp. 142-143.

formação de uma aliança entre o setor privado – isto é, a burguesia - e o setor público, este a serviço daquele”¹²⁵.

Um exemplo de como o Estado contribui, nessa fase, para acumulação de capital é encontrado no que Eros denomina *capitalismo assistencial*, que se constitui na transferência dos custos das empresas ao conjunto da coletividade, por meio da inversão financeira massiva em títulos públicos de crédito. Os custos empresariais, assim, são bancados pelo Estado, e os países desenvolvidos os exportam aos de capitalismo mais frágil¹²⁶.

Eros ainda identifica, paralelamente à função de promover a *acumulação*, duas outras funções assumidas pelo Estado para viabilizar a transformação que consolidaria o modelo econômico capitalista, dando-lhe consistência política pela via jurídica. Trata-se das funções de *legitimação* e de *repressão*¹²⁷.

No exercício da função de *legitimação*, o Estado atribui ao sistema capitalista e à sua ordem política o reconhecimento de que sejam corretos e justos, dando sustentação à hegemonia do capital. Atuando como agente unificador de uma sociedade economicamente dividida e fragmentada em grupos de interesses adversos, o Estado conforma a luta social ao modelo capitalista.

O direito positivo é instrumento primordial dessa conformação, reservando-se à Constituição formal o papel de institucionalizar a ordem capitalista e oferecer uma interpretação parcial dessa ordem, a ser completada pela Constituição material e irradiada pelas demais leis.

Quanto à *repressão*, merece nota apenas que esta não se manifesta necessariamente *ex post*, como instância subsequente à da *legitimação*, mas está

¹²⁵ GRAU, 2002, p. 22.

¹²⁶ “Francesco Galgano, *Las instituciones de la economía capitalista*, in *Crítica Jurídica – Revista Latinoamericana de Política, Filosofía y Derecho* (Universidad Autónoma de Puebla), n. 1, trad. De Jean Hennequin, p. 76” – nota original de GRAU, 2002, p. 22.

¹²⁷ GRAU, 2002, pp. 23-24. Eros acrescenta observação de Habermas segundo a qual a legitimidade constitui uma pretensão de validade discutível, de cujo reconhecimento depende a estabilidade de uma ordem de dominação, ressaltando, porém, que os problemas de legitimidade só afetam as ordens políticas, pois apenas elas podem ter e perder legitimidade e somente elas requerem legitimidade. (HABERMAS, 1981, pp. 243-244).

imiscuída na própria concepção de hegemonia, manifestando-se antes como uma auto-repressão, suficiente para colocar em situação de lealdade e adesão ao capitalismo parcela significativa da sociedade civil.

Sob esse prisma, o autor reconhece na Constituição Brasileira de 1988 o papel de institucionalizar os instrumentos necessários à viabilização e consolidação do capitalismo no Brasil. Tal proposição encontra eco na coletânea de posições doutrinárias, selecionada por Eros, acerca da ordem econômica constitucional brasileira¹²⁸.

Ressalve-se que tais escritos foram tecidos em datas próximas à da promulgação da Constituição vigente, o que neles acentuaria a influência das discussões travadas no processo constituinte e deles afastaria as influências dos processos de modificação textual e mutação interpretativa por que a Constituição vem passando em seus 25 anos de existência. Vale observá-los, portanto, até mesmo para verificarmos se tais processos de modificação teriam distanciado a Constituição de sua essência original, ou se esta ainda remanesce.

A primeira opinião a ser destacada é a de Geraldo Vidigal, que enfatiza as afirmações da Constituição de 1988 em favor da liberdade e da propriedade privada e nela enxerga a adoção de um regime de mercado organizado¹²⁹.

Para entender em que consiste tal regime, auxilia-nos a definição do autor para *direito da organização dos mercados*: “disciplina jurídica corretora do conjunto de distorções características das soluções de liberdade de mercado, abrangendo não apenas as distorções que afetam a competição, como as que induzem repartição desigual e as que alimentam flutuação em direção à crise”¹³⁰.

Trata-se, portanto, da contemplação, na Constituição, de mecanismos voltados à correção de defeitos manifestos pelo mercado – instituto marcadamente

¹²⁸ GRAU, 2002, p. 221 e segs.

¹²⁹ VIDIGAL, 1988, pp. 382-383.

¹³⁰ VIDIGAL, 1977, p. 47.

capitalista – com vistas a preservá-lo de crises tendentes a ameaçar sua manutenção e legitimidade.

Com efeito, ao afirmar que o direito da organização dos mercados consubstancia a “disciplina dos agentes privados, no exercício de atividades privadas, inspirada no interesse coletivo”¹³¹, Vidigal vincula o regime de mercado organizado a um ideal de interesse público, conferindo-lhe legitimidade de índole constitucional. Ademais, Vidigal visualiza, na Constituição de 1988, a imposição de “modéstia e moderação” ao Estado, a fim de que fossem reduzidos os efeitos “nefastos” de sua atuação sobre o processo econômico.

Assim, a opção constitucional por um regime de mercado organizado importa, segundo a interpretação de Geraldo Vidigal para a ordem econômica na Constituição de 1988, em que o Estado atue para prover essa organização; por outro lado, para esse autor, a ordem econômica na atual Constituição tem caráter liberal ou, ao menos, mais liberal do que as ordens econômicas consagradas na Constituição de 1967 e na Emenda Constitucional nº 1/69.

Nesse sentido, ao comentar o Projeto da Constituição de 1988, Vidigal verificava, no conjunto das posições que regulam o poder de intervenção do Estado, “a repulsa à posição estadista da Constituição de 1967/69, delimitando-se nitidamente, e de maneira muito mais severa, a presença do Estado na economia”¹³².

Seguiu nessa mesma direção o diagnóstico de Miguel Reale, colhido por Eros em dois artigos, um parecer e um terceiro artigo, publicados sequencialmente, em periódicos paulistas, entre 1988 e 1989.

No primeiro, Reale identificou uma “ineludível opção de nossos constituintes por dado tipo, o tipo liberal do processo econômico, o qual só admite a intervenção do Estado para coibir abusos e preservar a livre concorrência”¹³³.

¹³¹ VIDIGAL, 1977, p. 40.

¹³² VIDIGAL, 1977, p. 383.

¹³³ REALE, 19.10.88, p. A-3.

No segundo, já tomando partido, afirmou: “À luz do que suas disposições anunciam, estou convencido de que a Carta Magna, ora em vigor, optou por uma posição intermédia entre o liberalismo oitocentista, infenso a toda e qualquer intervenção do Estado, e o dirigismo estatal. Dir-se-ia (...) que sua posição corresponde à do neo-liberalismo ou social-liberalismo, o único, a meu ver, compatível com os problemas existenciais de nosso tempo”¹³⁴.

No parecer, sentenciou Miguel Reale: “com o advento do novo Estatuto Político, a intervenção do Estado no domínio econômico somente pode ocorrer naquelas hipóteses que o legislador tiver o cuidado de especificar. É o que decorre principalmente do art. 174 da nova Constituição, que fixa os limites de atuação do Estado na sua qualidade de *agente normativo*”¹³⁵.

Já no terceiro artigo, Reale explicita uma preocupação com a possibilidade da Constituição desviar-se da tendência neoliberal que inicialmente vislumbrara: “Se a Constituição de 1988, em seu art. 174, confere ao Estado funções de ‘fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado’, será fácil distorcer essas diretrizes, convertendo-se fiscalização em interferência sistemática, incentivo em favorecimento e planejamento indicativo em programa obliquamente compulsório”¹³⁶.

José Afonso da Silva, por sua vez, parece pintar com cores mais fortes o *social liberalismo* vislumbrado por Reale na Constituição de 1988, ao observar que ela “consagra uma economia de mercado, de natureza capitalista, pois a iniciativa privada é um princípio básico da ordem capitalista”; mas, “embora capitalista, a ordem econômica dá prioridade aos valores do trabalho humano sobre todos os demais valores da economia de mercado.”¹³⁷

¹³⁴ REALE, 24.01.89, p. 3.

¹³⁵ REALE, 04.06.89, p. 9.

¹³⁶ REALE, 19.09.89, p. A-3.

¹³⁷ SILVA, 2000, p. 720.

Se a priorização do trabalho humano, identificada na Constituição de 1988 por José Afonso, não é destaque dos outros autores citados por Eros, sua vinculação da Constituição brasileira ao modelo de capitalismo típico do século XX os complementa a todos: “a Constituição criou as condições jurídicas fundamentais para a adoção do *desenvolvimento autocentrado, nacional e popular*, que, não sendo sinônimo de isolamento ou autarquização econômica, possibilita marchar para um sistema econômico desenvolvido, em que a burguesia local e seu Estado tenham o domínio da reprodução da força de trabalho, da centralização do excedente da produção, do mercado e a capacidade de competir no mercado mundial, dos recursos naturais e, enfim, da tecnologia”¹³⁸.

A contribuição de José Afonso se diferencia das dos demais autores por enaltecer que a Constituição de 1988, ao mesmo tempo em que fornece alicerces para a estruturação de uma economia capitalista, abre caminho a transformações da sociedade baseadas nos instrumentos e mecanismos sociais e populares que consagra, identificando, para além dos princípios de cunho social, um caráter dinâmico a possibilitar a constitucionalização de valores sociais aptos a se desenvolverem nesse ambiente.

Por outro lado, sua concepção da nossa ordem constitucional distancia-se da Constituição material de Lassalle, quando considera que aquela toma como legítima a liberdade de iniciativa econômica privada apenas “enquanto exercida no interesse da justiça social”¹³⁹, ideal que justificaria a intervenção estatal no domínio econômico para atingir a essa finalidade.

Tal distanciamento pode ser considerado apenas aparente na medida em que a consagração de valores sociais no texto constitucional não deixa de ser resultado da conjugação dos poderes existentes ao tempo da assembleia constituinte, cabendo às novas conjugações de poderes aproveitarem o caráter dinâmico da Constituição para concretização de novas conquistas sociais.

¹³⁸ SILVA, 2000, p. 724.

¹³⁹ SILVA, 2000, p. 726.

Uma tradução menos progressista, ou menos otimista, ou ainda, mais condizente com a distribuição dos fatores reais de poder que a envolve, caracterizaria a Constituição de 1988 como uma instituição que acomoda as demandas sociais produzidas em seu tempo ao seu papel principal de fortalecer as raízes do modelo econômico capitalista por ela adotado.

Com efeito, para Washington Peluso Albino de Souza¹⁴⁰, a Carta de 1988 consagrou o princípio da economia de mercado, na medida em que o legislador constituinte, ao definir para o país um ‘Estado Democrático de Direito’ (art. 1º), evita a expressão ‘Estado de Direito’, de sabor liberal, e aproxima-se do discurso da Carta Portuguesa de 1975 – embora não avançando ao ponto da Espanhola de 1978, que consagra o ‘Estado Social e Democrático de Direito’ (art. 1º).

Assim, o autor detecta na Carta de 1988 as bases jurídicas para uma economia de mercado, identificando o conceito econômico de *mercado* com o conceito político de *democracia*, o que a distanciaria do modelo liberal puro e a aproximaria do pensamento neoliberal.

Já Tercio de Sampaio Ferraz Junior, para quem a Constituição de 1988 repudia o *dirigismo econômico*, desenvolve uma distinção entre este e o *intervencionismo econômico* em que acaba por descrever a ordem econômica constitucional brasileira:

“O intervencionismo não se fez contra o mercado, mas a seu favor. O mercado, enquanto mecanismo de coordenação e organização dos processos econômicos e que pressupõe o reconhecimento do direito de propriedade dos meios de produção, é mantido no intervencionismo como o princípio regulador da economia. Distinto do intervencionismo é, nesse sentido, o dirigismo econômico, próprio das economias de planificação compulsória, e que pressupõe a propriedade estatal dos meios de produção, a coletivização das culturas agropecuárias e o papel do Estado como agente centralizador das decisões econômicas de formação de preços e fixação de objetivos.

Essa distinção entre intervencionismo e dirigismo é importante e nos remete imediatamente à análise da ordem econômica conforme a Constituição de 1988.

¹⁴⁰ SOUZA, 1989.

O art. 174 desta determina que o Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, exerce, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este último determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Tais funções assinalam formas de intervenção do Estado na economia, ao lado de outras, como por exemplo, a função empresarial, disciplinada pelo art. 173. (Mas a Constituição) repudia a economia estatizada, o capitalismo de Estado, o dirigismo econômico, pois, ao contrário, acentua essencialmente (art. 170) o pluralismo da livre iniciativa e o sentido social, não discriminatório do trabalho humano como fundamento da ordem econômica.

Como agente normativo e regulador, o Estado, portanto, não se substitui ao mercado na configuração estrutural da economia. (Assim), quando o art. 174 dispõe que o Estado exerça, dentre outras, a função de planejamento, esta expressão certamente não tem nada a ver com dirigismo econômico, mas sim com intervencionismo que, como vimos, é fenômeno que ocorre no desenvolvimento da economia capitalista”.¹⁴¹

O *intervencionismo econômico*, na forma a que Tércio se refere, seria um elemento de nossa ordem constitucional apto a conciliar a economia de mercado aos ideais de justiça social estabelecidos na Constituição de 1988, constituindo um modelo híbrido que se consagrou no século XX com a nomenclatura de social-democracia.

Vista com otimismo por autores como José Afonso e Tércio, esta tendência da Constituição de 1988 provocou, contudo, a preocupação de autores que, de um ponto de vista mais conservador, nela vislumbraram caracteres identificados com um modelo de economia socialista.

Exemplo disto se encontra em Raul Machado Horta¹⁴², para quem “o constituinte (de 1988) afastou-se do modelo plástico, que se formulou na Constituição da Espanha de 1978, e preferiu o modelo rígido e ortodoxo, que conduz ao *dirigismo econômico*”.

¹⁴¹ FERRAZ JÚNIOR, 04.06.89, p. 50.

¹⁴² HORTA, 1988, pp. 388 e segs.

Considerou este autor que o hibridismo da ordem econômica, visível na adoção de princípios privatísticos e publicísticos - quais sejam: inviolabilidade do direito de propriedade, princípio da propriedade privada, livre iniciativa, livre concorrência, livre exercício de qualquer atividade econômica, função social da propriedade e desapropriação da propriedade por interesse social – afetaria o equilíbrio do sistema, tornando-o “instrumento do intervencionismo, do dirigismo, do nacionalismo e da estatização”.

Seus temores centravam-se na “linguagem elástica e ambígua” da Constituição que, sujeita a uma interpretação ampliativa, de iniciativa presidencial ou de maiorias no Congresso Nacional, poderia instaurar o planejamento central da economia, sufocando a economia de mercado, a livre iniciativa e a livre concorrência.

Horta toma a expressão *imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*, contida no art. 173 do texto constitucional, para afirmar que seu conteúdo “elástico”, quando confiado a critérios políticos, poderia conferir a tal norma a força de “cláusula transformadora” da Constituição, tornando a exploração direta da atividade econômica pelo Estado um instrumento de estatização.

Tanto que o autor conclui: “A Ordem Econômica da Constituição está impregnada de princípios e soluções contraditórias. Ora inflete no rumo do capitalismo neoliberal, consagrando os valores fundamentais desse sistema, ora avança no sentido do intervencionismo sistemático e do dirigismo planificador, com elementos socializadores. As cláusulas dotadas de função transformadora, que se difundem na Ordem Econômica, poderão unilateralizar os caminhos da Constituição e conduzir a soluções não expressamente contempladas em seu texto”.

Nesse mesmo sentido, mais radical foi a interpretação de Manoel Gonçalves Ferreira Filho¹⁴³ que, reportando-se ainda ao projeto de Constituição

¹⁴³ FERREIRA FILHO, 10.12.87, p. A-3.

elaborado pela Comissão de Sistematização, nele apontou a consagração de uma tendência que chamou de “estatolatria”, ao ponto de identificar, no preceito que veio a constituir o art. 174 – *o Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica* – uma verdadeira rejeição à economia de mercado.

Com efeito, embora o art. 174 afirme ser o planejamento *indicativo* para o setor privado, o autor nele via a marginalização desse setor, afirmando que “planejamento imperativo, quer dizer, de metas obrigatórias, tanto quantitativas como qualitativas, significa na prática a mobilização compulsória de mão de obra, de matérias-primas, de divisas, o que é manifestamente incompatível com a sobrevivência de um setor privado, salvo se marginal”.

Nessa coletânea de interpretações originais da ordem econômica constitucional brasileira, observam-se duas linhas que, embora ideologicamente antagônicas, apontam para uma mesma direção: a intenção de se constitucionalizar o capitalismo. As primeiras reconhecendo ao lado dessa intenção um viés social a ser desenvolvido. As segundas, temerosas de que esse viés social fosse comprometer o objetivo principal.

Com simpatia ou não, essas diferentes interpretações que a ordem econômica constitucional de 1988 admitiu desde seu nascimento renunciaram a vocação da nossa Constituição ao acolhimento de transformações na realidade social.

É nesse preciso sentido que sentenciou Eros: “A ordem econômica na Constituição de 1988 é uma *ordem econômica aberta*. Nela apenas podem detectar um modelo econômico acabado aqueles que têm uma visão estática da realidade”¹⁴⁴.

Com base nessas observações doutrinárias, é possível retornar ao texto constitucional para afirmar que, sob o manto da Constituição de 1988, cabe ao Estado, enquanto agente regulador da ordem econômica (art. 174), respeitar a

¹⁴⁴ GRAU, 2002, p. 330.

livre iniciativa (art. 1º, IV e art. 170, *caput*) e perseguir o objetivo republicano de construir uma *sociedade livre, justa e solidária* (art. 3º, I).

Ao intérprete dessa ordem econômica constitucional, resta enfrentar os desafios impostos pela oposição entre a Constituição *escrita* e a Constituição *real*, conforme alertado por Lassalle - autor cuja presença remanesce enquanto remanescem tais desafios.

1.4

CVM: O Estado regulador da economia capitalista

Pelo exposto até aqui, a CVM pode ser caracterizada como um veículo do Estado regulador da economia capitalista previsto na ordem econômica constitucional brasileira. Tal constatação, teoricamente fundamentada a partir de pressupostos legais, encontra-se devidamente documentada num ato de governo.

Trata-se do Voto nº 426/78, aprovado pela 311ª sessão do Conselho Monetário Nacional – CMN¹⁴⁵, realizada em 20.12.1978 sob a presidência do Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, e formulado pelo Conselheiro Roberto Teixeira da Costa, primeiro Presidente da então recém-criada CVM.

Por meio desse Voto, o CMN se iniciava nas funções mais essenciais que a lei criadora da CVM lhe destinara, quais sejam, (i) definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários (MVM) e (ii) fixar a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições¹⁴⁶.

¹⁴⁵ Criado pelo art. 2º da Lei nº 4.595/64, o CMN é o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional, este constituído pelo Banco Central do Brasil, Banco do Brasil S.A., Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, e demais instituições financeiras públicas e privadas, nos termos do art. 1º da mesma Lei. Atualmente, os membros do CMN são o Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), o Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e o Presidente do Banco Central do Brasil (fonte: www.fazenda.gov.br - acesso em janeiro de 2013).

¹⁴⁶ Cf. art. 3º da Lei nº 6.385/76, *in verbis*: “Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional: I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; II - regular a utilização do crédito nesse mercado; III - fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; (...).”

Sob o título “Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários”, o referido Voto estabeleceu as diretrizes que pautariam a atuação da CVM no cumprimento do papel que a ordem econômica constitucional ora lhe confia.

Por sua posição histórica e política, que emprestam uma luz diferenciada ao presente trabalho, e por ser um documento pouco conhecido e difundido, segue sua transcrição integral:

Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários

A implementação de uma política de regulação, na medida em que se pretenda dotá-la de consistência e coerência na sua aplicação, requer prévia definição de seus fundamentos básicos, em função dos quais serão elaborados os atos emanados da autoridade reguladora.

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade, como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro desse contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

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 aos 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.

Essa regulação levará em conta os seguintes fundamentos:

1. Interesse Público

A atuação da CVM no mercado de valores mobiliários estará fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público.

Através desse mercado as poupanças individuais fluem diretamente para as empresas, transformando-as em capital produtivo, contribuindo positivamente para o crescimento e prosperidade da economia e da nação.

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre todo o aparelho produtivo, atingindo aqueles que dele não participam diretamente. Assim, são do interesse público os atos e fatos relativos ao mercado de valores mobiliários e sob a sua égide devem-se nortear todos os seus fundamentos e princípios.

2. Confiabilidade

A confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Esse mercado somente cumprirá sua função alocativa com eficiência se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento impessoal e equânime.

Reconhece-se que a confiabilidade surgirá de um conjunto de circunstâncias que levem à atuação idônea dos participantes do mercado e à inexistência de atos e normas discriminatórios e de privilégios específicos em detrimento do interesse geral.

Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado.

3. Mercado Eficiente

Considera-se como objetivo permanente, a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.

4. Competitividade

A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente.

A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento.

A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários.

5. Mercado Livre

No processo de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao mercado e ao exercício na procura de um mercado eficiente e confiável.

6. Proteção ao Investidor

Com vista a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é o protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.

Passados 35 anos de sua edição, o documento acima jamais foi objeto de reparos ou atualizações, seja pelas administrações da CVM, seja pelos governos que se sucederam no período. Não por acaso, ainda nos dias de hoje, sua leitura é recomendada pelos executivos da CVM aos ingressantes na carreira da entidade. E, embora formalmente desprovido de força vinculativa, fato é que, mesmo após sofrer várias reformas, a Lei nº 6.385/76, que criou a CVM, segue sem se distanciar dos princípios que ele encerra.

Salta aos olhos, sobretudo, a plena adequação do teor do Voto ao desenho da ordem econômica constitucional brasileira ora esboçado, a despeito de sua formulação anteceder em dez anos a promulgação da Constituição de 1988.

Configura-se, assim, um pequeno, mas significativo exemplo de que a Carta de 1988, longe de representar uma ruptura institucional em face do regime

de exceção que a precedera, açambarcou institutos políticos e jurídicos que, como informa a doutrina aqui tomada por referência, vieram se forjando e se tornando hegemônicos no mundo ocidental ao longo do século XX.

2

A evolução da CVM e de seu campo de ação pela ampliação do conceito de valor mobiliário

2.1

A evolução da CVM

Ao configurar a CVM como uma autarquia especial¹⁴⁷, a lei dispôs à entidade um corpo funcional composto por técnicos submetidos ao regime jurídico dos servidores públicos civis¹⁴⁸, o que lhes confere uma série de garantias, dentre as quais a estabilidade no serviço público¹⁴⁹, prerrogativa inerente aos agentes públicos que desenvolvem atividades típicas de Estado¹⁵⁰.

Seus dirigentes, por sua vez, são indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, com mandato fixo e estabilidade, também garantidos por lei¹⁵¹.

Tais prerrogativas dão à CVM uma configuração de ente de Estado, mais do que ente de governo, na medida em que lhe oferecem um razoável grau de independência em relação ao governo eleito, condição reforçada, ao menos em tese, pela disparidade temporal entre o mandato do Presidente da CVM, que é de cinco anos¹⁵² e o do Presidente da República, que hoje é de quatro anos¹⁵³.

¹⁴⁷ Cf. artigo 5º da Lei nº 6.385/76.

¹⁴⁸ Estabelecido pela Lei nº 8.112/90.

¹⁴⁹ Cf. art. 21 da Lei nº 8112/90.

¹⁵⁰ Nos termos do art. 247 da Constituição Federal e do inciso III do art. 4º da Lei nº 11.079/2004, respectivamente: “Art. 247. As leis previstas no inciso III do § 1º do art. 41 e no § 7º do art. 169 estabelecerão critérios e **garantias especiais para a perda do cargo pelo servidor público estável que, em decorrência das atribuições de seu cargo efetivo, desenvolva atividades exclusivas de Estado.**”; “Art. 4º Na contratação de parceria público-privada serão observadas as seguintes diretrizes: III – indelegabilidade das funções de regulação, jurisdicional, do **exercício do poder de polícia e de outras atividades exclusivas do Estado;** (...)” – grifamos.

¹⁵¹ Cf. artigos 5º e 6º da Lei nº 6.385/76.

¹⁵² Cf. art. 6º da Lei nº 6.385/76.

¹⁵³ Cf. art. 82 da Constituição Brasileira.

Essa posição de relativa independência na seara da administração pública é identificada por parte da doutrina como típica das *agências reguladoras*, conforme se verifica na obra “Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico”, de Alexandre Aragão, que enfatiza o surgimento, a partir do segundo pós-guerra, de

...órgãos e entidades dotadas de independência frente ao aparelho central do Estado – assegurada, sobretudo, pela vedação de exoneração *ad nutum* de seus dirigentes – com especialização técnica e autonomia, inclusive normativa, capazes de direcionar as novas atividades sociais na senda dos interesses públicos juridicamente definidos.

Esse fenômeno, em razão da grande onda de privatização dos serviços públicos, verificada nos últimos anos em quase todos os países, foi fortalecido pela criação de novas entidades e órgãos independentes, encarregados da sua supervisão e normatização. A formação jurídica que tomaram é diversa em cada Direito Positivo, mas mantém em todos eles os traços de autonomia face ao poder central do Estado.¹⁵⁴

É de se notar que a configuração dada pela lei à CVM se conforma com essa descrição doutrinária, mas é anterior à onda de privatizações por ela citada e que tomou corpo no Brasil a partir dos anos 90.

Com efeito, já em 1976, a lei atribuía à CVM funções *regulatórias*, traduzidas em competência para regulamentar as matérias previstas naquela lei e na Lei de Sociedades por Ações, fiscalizar as atividades, os serviços prestados e a veiculação de informações relativas ao MVM, inspecionar companhias abertas e aplicar penalidades aos autores de infrações por ela apuradas mediante inquérito administrativo¹⁵⁵, dentre outras.

Isto se confirma pela coincidência entre as prescrições do legislador de 1976 e as modernas lições do italiano Salvatore Cattaneo¹⁵⁶ e do francês Michel Gentot¹⁵⁷, segundo as quais a regulação implica a integração de diversas funções que pressupõem um *quadro normativo* imposto às atividades econômicas com vistas ao equilíbrio dos interesses das diferentes forças presentes na realidade social.

¹⁵⁴ ARAGÃO A., 2003, pp. 1-2.

¹⁵⁵ Cf. artigos 8º e 9º da Lei nº 6.385/76.

¹⁵⁶ CATTANEO, 1999, p. 263.

¹⁵⁷ GENTOT, 1994, p. 41.

Esse quadro normativo é constituído por decisões gerais e abstratas que formam regulamentos, pela aplicação concreta dessas regras e pela composição dos conflitos que delas advém. Há, portanto, três poderes inerentes à regulação: o de editar a regra, o de assegurar a sua aplicação e o de reprimir as infrações¹⁵⁸.

Inobstante o substrato que a citada doutrina de raiz europeia lhe fornece, a instituição do modelo de agências reguladoras no Brasil não escapa de severas críticas, marcadamente da doutrina administrativista aqui tomada por referência.

Com efeito, Celso Antônio Bandeira de Mello¹⁵⁹ ressalta que autarquias com funções reguladoras não se constituem em novidade no Brasil. Nova teria sido a adoção do termo “agência”, de inspiração norte-americana, para identificar autarquias especiais criadas no âmbito da reforma administrativa promovida pelo governo federal durante o mandato do sociólogo Fernando Henrique Cardoso.

Aponta o autor que o problema com as agências reguladoras não está na terminologia, mas em se saber o que e até onde estas podem regular algo sem estar invadindo competência legislativa. Para ele, em função do princípio constitucional da legalidade, as determinações normativas advindas de tais entidades devem se restringir a aspectos estritamente técnicos¹⁶⁰.

Ocorre que a Lei 6.385/76 confere à CVM o poder de regulamentar, com observância da *política* definida pelo CMN, as matérias nela previstas e na lei de sociedade por ações¹⁶¹, sem mencionar que esse poder se circunscreve a aspectos técnicos, qualquer seja o significado adotado para essa expressão. Ao contrário, a lei expressa que tal poder se pauta em diretrizes de natureza política, exarada de um órgão do Poder Executivo.

Daí se poderia inferir que, para Celso Antônio, a lei da CVM afrontaria o princípio constitucional da legalidade, ao mesmo tempo em que, à luz das conceituações de regulação anteriormente mencionadas, a própria Constituição, por meio do art. 174, autorizaria tal prescrição legal.

¹⁵⁸ ARAGÃO A., *idem*, p. 24.

¹⁵⁹ MELLO, 2012, pp. 176-180.

¹⁶⁰ MELLO, 2012, p. 176.

¹⁶¹ Cf. inciso I do art. 8º da Lei nº 6.385/76.

De um modo ou outro, ambas as linhas concordariam que as normas infralegais oriundas do poder regulatório estabelecido em lei não podem contrariar a lei nem distorcer-lhe o sentido, o que, por certo, feriria o princípio da legalidade, sem maior espaço para controvérsias.

Outros autores são ainda mais restritivos quanto ao poder normativo das agências reguladoras. Alexandre Mazza¹⁶² recusa-lhes qualquer competência regulamentar, fundado na observação de que esta é, pelo Texto Constitucional, privativa do Chefe do Poder Executivo¹⁶³, inadmitindo qualquer hipótese de delegação ao Poder Executivo em geral, ainda que o Presidente da República indique os presidentes das autarquias federais e das demais agências reguladoras, cujas atribuições normativas estão expressas em leis.

Ressalve-se que a assertiva de Mazza foi considerada “singela, mas certa” por Celso Antônio¹⁶⁴ que, na oportunidade, teria abstraído suas considerações defendendo que a regulação seria uma competência legal, isto é, do Poder Legislativo.

Mas Celso Antônio dá a impressão de retomar esse pensamento quando cita Marcelo Figueiredo, para quem, no direito brasileiro, não há como criar-se “entidades intermediárias” com poderes legislativos, ausentes espaço, assento ou previsão constitucional¹⁶⁵.

O autor chega mesmo a profetizar que as agências reguladoras certamente exorbitarão de seus poderes, porque irão supor-se naturalmente investidas dos mesmos poderes das agências norte-americanas¹⁶⁶, assim sugerindo que a simples nomenclatura seria dotada, por si só, de grande influência, ao contrário do que ele mesmo declarara inicialmente.

¹⁶² MAZZA, 2005, pp. 180-181.

¹⁶³ Nos termos da Constituição Brasileira de 1988: “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; (...)”.

¹⁶⁴ MELLO, 2012, p. 177.

¹⁶⁵ FIGUEIREDO, 2005, p. 174, *apud* MELLO, 2012, pp. 177-178.

¹⁶⁶ MELLO, 2012, p. 177.

Inobstante essas incongruências, a crítica do autor ao modelo das agências reguladoras inclui uma questão mais complexa, por envolver o regime democrático em que se assenta o Estado brasileiro: propugna que os mandatos dos dirigentes das agências reguladoras não podem exceder o período governamental em que se iniciaram, sob pena de engessarem a liberdade administrativa do futuro governo.

Salienta o autor que é da essência da República a contemporaneidade entre os mandatos dos dirigentes das agências reguladoras e dos chefes do Poder Executivo a que estão vinculadas, para que o povo, se o desejar, possa ensejar, naquelas entidades, orientações políticas e administrativas diversas do governo precedente¹⁶⁷, por meio da eleição de novos governantes.

Trata o autor, contudo, de ressaltar que o STF ainda não teve ocasião de manifestar-se sobre esse tópico específico, o qual vai tendo sua importância minimizada conforme os governos centrais vão sendo mantidos por reeleições, que prolongam seus mandatos até oito anos, permitindo ao governante eleito, cedo ou tarde, nomear seus próprios representantes para o comando dessas entidades.

A exemplo de Celso Antônio, Maria Sylvia Zanella Di Pietro¹⁶⁸ identifica no *movimento de agencificação*¹⁶⁹ que se verificou no Brasil a clara influência do *common law* norte-americano, salientando que, nos Estados Unidos, a Administração Pública é composta por agências com função *quase legislativa* e *quase judicial*.

A função seria *quase legislativa* porque as agências recebem, por lei, quando criadas, o poder de baixar normas com força obrigatória, mas as normas das agências estão colocadas abaixo das leis na escala hierárquica, podendo ser invalidadas por decisão judicial, quando contrariarem as leis, seja por infringência

¹⁶⁷ Menciona o autor a monografia de Leila Cuéllar, que acoima de inconstitucional a proibição de o Presidente demitir *ad nutum* os dirigentes dessas entidades (CUÉLLAR, 2001, p. 100, *apud* MELLO, 2012, p. 179).

¹⁶⁸ DI PIETRO, 2009, pp. 33-35.

¹⁶⁹ A autora identifica fenômeno análogo na Europa (França, Itália, Portugal, Espanha), onde se adota o nome *autoridades administrativas independentes*, ao invés de agências (DI PIETRO, 2009, p. 34).

dos *standards* - princípios, diretrizes contidos na lei - seja por inobservância do processo de elaboração das normas, em que a participação do cidadão constitui exigência obrigatória em várias fases.

A função seria também *quase judicial* porque as agências resolvem conflitos entre prestadores de serviço ou destes com os usuários, ainda que suas decisões sejam passíveis de revisão judicial.

Di Pietro, a exemplo de Bandeira de Mello, considera que o modelo das agências reguladoras encontra restrições no direito brasileiro. Para a autora, o referido modelo enseja a delegação legislativa, fenômeno que não encontra fundamento em nossa Constituição, a não ser em hipóteses expressamente previstas.

Por outro lado, Di Pietro reconhece que as agências instituídas no Brasil vêm exercendo plenamente sua função reguladora, o que abrange competência normativa (limitada pelo princípio da legalidade), polícia administrativa e resolução de conflitos, embora sem força de coisa julgada.

Ao afirmarem que o exercício da atividade reguladora por parte de agências governamentais fere o princípio da legalidade, Di Pietro e Bandeira de Mello parecem não considerar o fato de que é precisamente por lei que tal atividade é conferida a essas entidades. É também por meio de lei que a atividade reguladora é especificada e são estabelecidos os seus limites, sendo assim natural sua revisão pelo Poder Judiciário, se provocado nesse sentido.

Referem-se os autores, portanto, não ao princípio da legalidade *genérico*, mas sim ao que a doutrina convencionou chamar de *princípio da estrita legalidade*, mais afeito às esferas criminal e tributária.

Com efeito, o art. 150 da Constituição de 1988 veda peremptoriamente ao Estado “exigir ou aumentar tributo sem lei que o estabeleça”. Já o inciso XXXIX do art. 5º da mesma Carta impõe que “não há crime sem lei anterior que o defina”. Por fim, segundo o princípio da legalidade genérico, previsto no inciso II do

mesmo art. 5º, “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

Assim, enquanto a lei *estabelece* um tributo ou *define* um crime, é apenas *em virtude dela* que se impõe a alguém fazer ou deixar de fazer algo. Logo, a visão dos citados autores encontra obstáculo na própria literalidade dos ditames constitucionais.

E não há que se falar em violação ao princípio da estrita legalidade administrativa – art. 37, *caput*¹⁷⁰, da Constituição Federal - vez que, no caso em exame, o administrador o cumpre editando atos normativos infralegais com expressa autorização legal.

Tanto é que Hely Lopes Meirelles¹⁷¹, fundado em decisão do STF, em farta doutrina e sem cogitar de inconstitucionalidade, assim circunscreve o poder normativo das agências reguladoras:

“Tem-se debatido sobre o poder normativo conferido às agências. Esse poder normativo há de se cingir aos termos de suas leis instituidoras, aos preceitos legais e decretos regulamentares expedidos pelo Executivo. Suas funções normativas estão absolutamente subordinadas à lei formal e aos referidos decretos regulamentares. Assim, o poder outorgado às agências, neste campo, visa a atender à necessidade de uma normatividade essencialmente técnica, com um mínimo de influência política”¹⁷².

Por fim, vale repisar o ensinamento de Calixto Salomão Filho¹⁷³ que, também sem optar pelo curto caminho da defesa da inconstitucionalidade do modelo regulatório brasileiro, prefere uma abordagem mais construtiva, pugnando

¹⁷⁰ “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: (...)”.

¹⁷¹ MEIRELLES, 2009, p. 358.

¹⁷² Nesse sentido, o STF, na ADI 1.668, sobre a Lei 9.472/1997, em interpretação conforme, decidiu que esse poder normativo “subordina-se aos preceitos legais e regulamentares que regem a outorga, prestação e fruição dos serviços”. V. ainda: Diogo de Figueiredo Moreira Neto, “Agências reguladoras – natureza jurídica, competência normativa, limites de atuação”, RDA 215/71; Pedro Dutra, “O poder regulamentar dos órgãos reguladores”, RDA 2212/239. V. também Eduardo Krause, *Agências de Regulação*, Porto Alegre/RS, Mercado Aberto, 2001 – em que o Autor, além da parte doutrinária, reúne a legislação de todas as agências reguladoras nacionais, bem como de diversas estaduais. Fabrício Motta, *Função normativa da Administração Pública*, Fórum, 2007; Giovana Andréa Gomes Ferreira, “O Poder Normativo das Agências Reguladoras e o Princípio da Legalidade”, *Revista Virtual da AGU*, nº 80, set./2008 (nota conforme o original).

¹⁷³ SALOMÃO FILHO, 2008, p. 36.

pela compatibilização entre a forma de regulação adotada e os princípios constitucionais estabelecidos no art. 170, que inaugura a ordem econômica constitucional brasileira submetendo-a a princípios como os da justiça social e da livre iniciativa.

A própria *escola do interesse público* a que Calixto se referiu e que, em certa medida, pauta o presente trabalho, a despeito da crítica de alguns de seus representantes, poderia confortar o modelo regulatório, vinculando ao interesse público a função estatal regulatória prevista nos termos do art. 174 da CF e devida, dentre outros órgãos, à CVM.

Pois bem. É possível observar, no texto da Lei nº 6.385/76 e também na história da atuação do órgão¹⁷⁴ que, desde seu advento¹⁷⁵, a CVM carrega e exerce poderes de editar, fiscalizar o cumprimento, apurar e apenar violações das normas jurídicas incidentes sobre o MVM brasileiro.

Vale considerar, no entanto, que a posição de vanguarda ocupada pela CVM como entidade autônoma de regulação estatal da economia nacional é devida ao modelo em que sua criação e estruturação foram inspiradas.

Paulo Cezar Aragão, primeiro superintendente jurídico da CVM, informa que a agência que serviu como modelo para a CVM foi a Securities and Exchange Commission - SEC¹⁷⁶, criada em 1934¹⁷⁷ para regular o mercado de *securities*¹⁷⁸ dos Estados Unidos da América, considerado o primeiro país a adotar esse modelo

¹⁷⁴ Com maior rigor, não nos referiríamos à CVM como órgão, mas como entidade, por esta ser dotada de personalidade jurídica. Nesse sentido, o parágrafo 2º do art. 1º da Lei nº 9.784/99 definiu órgão como “a unidade de atuação integrante da estrutura da Administração direta e da estrutura da Administração indireta” e entidade como “a unidade de atuação dotada de personalidade jurídica”. Dado que o objetivo central do presente texto não é o estudo da estrutura da administração pública, consideramos que lhe conferiria mais fluidez a adoção de tais termos como equivalentes.

¹⁷⁵ “Desde 20 de julho de 1977, com a aprovação da Resolução nº 435, vem a CVM exercendo as funções normativas e de assessoramento a esse egrégio Conselho que lhe foram atribuídas pelas Leis nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976 e 6.404, de 15 de dezembro do mesmo ano. Assim sendo, antes mesmo de sua instalação oficial, em 06 de abril de 1978, a CVM já se dedicava à formulação das primeiras normas disciplinadoras do Mercado de Valores Mobiliários, buscando contemplar aqueles aspectos da nova legislação que necessitavam regulamentação urgente e prioritária. (...)” Cf. CMN, 1978, p. 1.

¹⁷⁶ ARAGÃO P. C., p. 42.

¹⁷⁷ Cf. *Securities and Exchange Act, of 1934*, disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (acesso em janeiro de 2013).

¹⁷⁸ Termo da língua inglesa comumente traduzido no Brasil pela expressão *valores mobiliários*.

organizativo¹⁷⁹, ainda que pautado na experiência da administração pública inglesa¹⁸⁰, desde há muito caracterizada por forte policentrismo e autonomia dos seus órgãos¹⁸¹.

Por outro lado, é necessário ressaltar que a estabilidade dos dirigentes - principal elemento, segundo a doutrina citada, a caracterizar a autonomia das agências reguladoras em relação ao governo central - não acompanha a CVM desde o início. Ao contrário, o parágrafo 1º do art. 6º da primeira versão da Lei nº 6.385/76 prescrevia que a CVM seria “administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República e demissíveis *ad nutum*”.

Nem mesmo seu corpo funcional gozava originalmente de estabilidade: o parágrafo 4º do mesmo art. 6º dispunha originalmente que “o quadro permanente do pessoal da Comissão será constituído de empregos regidos pela legislação trabalhista”.

Mas, enquanto a estabilidade de seus técnicos veio com a implantação do Regime Jurídico Único dos servidores públicos federais, em 1990¹⁸², a estabilidade dos dirigentes da CVM só se efetivou com a edição da Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, que reformou a Lei nº 6.385/76 em diversos pontos, sendo este um dos mais significativos.

Esses aspectos mostram que, embora a CVM tenha nascido, com caráter regulatório, bem antes das típicas agências reguladoras brasileiras, sua autonomia em relação ao governo central demandou um processo de maturação que só se completou após a onda de privatizações dos anos 90, isto é, já sob a influência do modelo adotado nas agências reguladoras dos serviços públicos privatizados, o qual previa mandato fixo para seus dirigentes¹⁸³.

¹⁷⁹ ARAGÃO A., *idem*, p. 226

¹⁸⁰ PROSSER, 1997, pp. 40 e segs, cf. ARAGÃO A., *idem*, p. 226.

¹⁸¹ ARAGÃO A., *idem*, p. 224. O autor, citando PROSSER (1997, p. 34 e 37), ainda complementa: “Alguns autores afirmam que a gênese da independência das agências reguladoras está no espírito auto-regulatório e juridicamente pluralista das comunidades inglesas, reminiscência, talvez, das guildas medievais”.

¹⁸² Cf. nota 6.

¹⁸³ A ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica foi criada pela Lei nº 9.427/96, a ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações, foi criada pela Lei nº 9.472/97, e a ANP – Agência Nacional do Petróleo, foi criada pela Lei nº 9.478/97, todas prevendo mandato fixo dos dirigentes.

Outro aspecto revelador do papel institucional da CVM a ser destacado do estudo do texto da Lei nº 6.385/76 é que, além de prescrever à CVM uma diversidade de atribuições e prerrogativas as quais, integradas, compõem a noção moderna de função regulatória estatal independente, a lei de 1976 também tratou de especificar os *fins* a serem perseguidos pela autarquia no exercício dessa função.

Tais fins foram detalhados pela lei em oito incisos¹⁸⁴, mas podem ser resumidos numa única sentença que, construída a partir dos termos neles utilizados, acabou consagrada no jargão do MVM como a finalidade precípua do órgão: *promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários brasileiro*.

Viu-se que o Voto do CMN, acima transcrito, oferece uma interpretação *oficial* para expressão *funcionamento eficiente e regular*. Contudo, o referido Voto não se preocupou em definir *mercado de valores mobiliários*, terceiro e último elemento a compor a finalidade legal da CVM.

Talvez por considerá-la uma expressão auto-explicativa, tampouco o legislador a definiu, e nem mesmo a doutrina pátria parece ter dedicado maior atenção à definição de MVM, o que se deve à maneira pela qual a lei tratou do assunto, como se verá logo adiante. Já as definições de MVM da doutrina estrangeira não se prestam ao que aqui se pretende, vez que pautadas em ordenamento jurídico diverso do nosso.

¹⁸⁴ Cf. art. 4º da Lei nº 6.385/76: “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. 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.”

De todo modo, colhemos na doutrina brasileira quatro definições¹⁸⁵ de MVM, tecidas em diferentes momentos do tempo que separa o surgimento da CVM e o presente. Vale notar que, mesmo vistas assim, em perspectiva, nelas não se vislumbra a evolução pela qual passou a regulação do mercado brasileiro no período.

De Nelson Laks Eizirik¹⁸⁶:

Há definições amplas e estreitas do que seja o mercado de capitais: no primeiro caso, ele é identificado com o mercado financeiro; e, no segundo, é visto como um subsistema do mercado financeiro, referindo-se àquilo que, no Brasil, vem sendo chamado, em termos legais, de mercado de valores mobiliários, compreendendo as transações com ações e debêntures.

De Osmar Brina Corrêa Lima¹⁸⁷:

O mercado de valores mobiliários é um segmento do mercado de capitais que, por sua vez, integra o chamado mercado financeiro (...). Para as companhias abertas, o mercado de valores mobiliários funciona como um sistema de vasos comunicantes. Nele, as poupanças populares são captadas e canalizadas para o financiamento da atividade empresarial, através da aquisição de papéis emitidos pelas companhias para o autofinanciamento de seu capital de giro.

De Roberto Quiroga Mosquera¹⁸⁸:

O mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, ao contrário do mercado financeiro, é o mercado da desintermediação financeira.

De Roberto Papini¹⁸⁹:

Subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas.

¹⁸⁵ Definições reunidas por VOGAS e COSTA, 2008, pp. 1259-1260.

¹⁸⁶ EIZIRIK, 1977, pp. 27-28.

¹⁸⁷ LIMA, 1995, p. 28.

¹⁸⁸ MOSQUERA, 1998, p. 20.

¹⁸⁹ PAPINI, 2004, p. 9.

As definições acima se ocupam das diferenças semânticas entre os termos *mercado financeiro*, *mercado de capitais* e *mercado de valores mobiliários*, cumprindo, assim, o importante papel de preencher a lacuna deixada pelas leis 4.595/64 e 4.728/64, que inauguraram, respectivamente, a moderna regulação brasileira dos mercados financeiro e de capitais, delimitando-os, cada uma a seu turno, mas sem defini-los conceitualmente.

Impõe-se, contudo, definir MVM como instrumento do objetivo que aqui se busca, qual seja, o de delimitar o campo de ação da CVM, permitindo, assim, uma boa compreensão da finalidade do órgão posta em lei.

Sob esse enfoque, a título de exercício, antecipa-se uma definição de MVM: espécie de moldura institucional a reunir as negociações de títulos ou contratos representativos de investimentos, em atividades econômicas, de recursos financeiros oriundos do público em geral, cujo objetivo é obter retorno financeiro.

Valores mobiliários são, por conseguinte, os títulos e contratos que definem os direitos e deveres decorrentes da transferência de recursos que os originou, os quais guardam a característica de poderem ser negociados com terceiros.

Essa definição teórica levanta ao menos duas questões. A primeira: como se distingue o MVM, assim definido, do mercado financeiro, onde são negociados publicamente títulos emitidos por instituições financeiras e pelo governo?

A segunda: as ações, típico valor mobiliário em nosso ordenamento jurídico, nem sempre são emitidas em contrapartida de recursos financeiros oriundos do *público em geral*. Podem servir, outrossim, para representar investimentos realizados por um público restrito e específico: fundadores ou antigos acionistas de uma sociedade anônima.

O mesmo ocorre com outros valores mobiliários: como tal são reconhecidos pela lei, sem que esta vincule sua criação a operações de captação de recursos junto ao público em geral, as chamadas ofertas públicas¹⁹⁰.

A partir do estudo do conceito de valor mobiliário, exposto a seguir, buscamos elementos para esclarecer essas questões e principalmente, os contornos do campo de ação da CVM, vale dizer, do MVM.

2.2

A evolução do conceito de valor mobiliário

O campo de ação da CVM não é delimitado em termos teóricos, mas legais, e de maneira deveras oblíqua: a Lei nº 6.385/76, em suas primeiras versões, não apresentava expressamente um conceito de valor mobiliário, optando

¹⁹⁰ O conceito de *oferta pública* é basilar à regulação do MVM. Também chamada de *emissão pública* ou *distribuição pública*, assim foi definida pela Lei nº 6.385/76: “Art. 19 (...) § 3º Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. (...) § 5º Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; (...)”. Com efeito, a Instrução CVM nº 400/2003, em seu art. 3º, traz um rol mais extenso dos atos que caracterizam uma oferta pública, assim como categoriza grupos que, quando destinatários exclusivos de uma oferta, não a caracterizam como pública: “Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. §1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora. (...)”

por estabelecer, no *caput* do seu art. 2º, um rol de “valores mobiliários sujeitos ao seu regime”¹⁹¹.

Essa disposição legal pode ser entendida, a partir de uma interpretação sistemática da lei, como *valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM*. Sua expressão literal, contudo, parece admitir a existência de valores mobiliários *não sujeitos* ao seu regime ou, o que dá no mesmo, ao regime da CVM, o que não corresponde à realidade, como se verá adiante.

Ao optar por não definir, mas apenas indicar os valores mobiliários que são seu objeto, admitindo inclusive a existência de outros fora de seu regime, a lei, a princípio, reduziu a importância de uma conceituação teórica de valor mobiliário. Dessa forma, ao mesmo tempo em que escapava das discussões mais abstratas, deixava bem claro o que estava – e também o que não estava – ao seu alcance.

Tal técnica legislativa é mais um exemplo de inspiração na experiência norte-americana, ressaltando-se que lá, por força da vinculação à tradição do *common law*¹⁹², a legislação do mercado de valores mobiliários, em seus primórdios, oferecia um conceito de *security* mais indefinido que o nosso valor mobiliário original.

É o que se observa na análise de Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁹³ acerca da origem da conceituação norte-americana de *security*:

O termo *security* é definido em cinco leis federais: *Securities Act* de 1933, § 2(1), 15 U.S.C. § 77b (1) (1970); *Securities Exchange Act* de 1934, § 3 (a) (10), 15 U.S.C. 78c (a) (10) (1970); *Public Utility Holding Company Act* de 1935, § 2(a) (16), 15 U.S.C. § 79(b)a (16) (1970); *Investment Company Act* de 1940, § 2 (a) (35), 15 U.S.C. § 80a-2 (a) (36) (1970); *Investment Advisers Act* de 1940, § 202 (a) (17), 15 U.S.C. § 80b-2 (a) (18) (1970). Essas definições são praticamente

¹⁹¹ No art. 2º da Lei nº 6.385/76.

¹⁹² Em relação a este termo, LEÃES já explicou que “os Estados Unidos é geralmente chamado de país de *common law*. Se bem que o significado dessa expressão possa variar segundo o contexto em que seja inserida, via de regra quer significar que o direito americano encontra as suas raízes no direito britânico e não no direito continental europeu. É, no entanto, um engano supor que, por derivar do direito inglês, que surgiu de decisões jurisprudenciais, seja o direito norte-americano um direito ‘decisional’, quer dizer, um direito que emana exclusivamente das decisões dos tribunais, não implicando na existência de textos de lei. Presentemente, a maioria esmagadora dos feitos, tanto nas cortes estaduais quanto federais, versam sobre a interpretação de um diploma legal”. LEÃES, 1974, p. 44.

¹⁹³ LEÃES, 1974, pp. 42-43.

idênticas e as diferenças existentes, sobre serem irrelevantes, foram eliminadas pela interpretação judicial:

“O termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito de todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados”¹⁹⁴.

A definição acima, desde logo, não nos satisfaz, por lhe faltarem os elementos fundamentais próprios de toda definição. Com efeito, toda definição corresponde a uma delimitação, quer dizer, a uma indicação dos limites (conceituais) do objeto em foco, em relação aos demais objetos. Daí a fórmula escolástica: *definitio fit per genus proximum et differentiam specificam*. Definir consiste, fundamentalmente, em dizer que a classe pertence o ente em exame, situando-o no lugar ontológico correspondente, tomado em relação às demais classes de objeto, de modo a revelar a sua “diferença específica”. Por outro lado, é necessário que, em todas as definições, se esgotem as notas consideradas essenciais do ente definido, pois, à míngua e algumas delas, objeto não fica adequadamente “situado” e pode, com facilidade, ser confundido com outro. Dessa necessidade surgiram as regras com vistas à boa definição, dentre outras a de que o definido deve necessariamente ficar excluído da definição.

Ora, a definição legal acima transcrita de *security* desobedece a essas regras. Primeiro, não estabelece os “limites conceituais” do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (*numerus apertus*). Ademais, com a expressão final: “or, in general, any interest or instrument commonly known as *security*”, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a “essência” do conceito de *security*, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria *security*, “any interest commonly known as *security*”, é sobremodo vaga, indefinida, e até perigosa: “Comumente conhecida” por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou seria de competência das agências federais de fiscalizadoras de mercado de valores?

Natural, portanto, que a noção legal de *security* tenha chamado a atenção dos tribunais, pressionados por necessidades concretas de aplicação da lei, os quais procuraram trabalhar num denominador comum aos vários exemplos enumerados no texto legal, e que, por via de consequência, fornecesse os “elementos

¹⁹⁴ “Ad litteram: The term “*security*” means any note, stock, treasure, stock, bond, debênture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate of subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrumental commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” Nota conforme o original.

essenciais” do conceito em tela. Nesse sentido, construiu-se uma interpretação longa em torno da expressão *investment contract*, que consta do texto de lei e que explicaria o significado do vocábulo *security*.

Praticamente todos os pontos críticos levantados por Leães, nessa observação da experiência inicial norte-americana na conceituação de *security*, aplicam-se à experiência brasileira na conceituação de valor mobiliário até o momento em que se adota, no Brasil, o conceito genérico de valor mobiliário, buscado, justamente, na evolução do conceito americano de *security*, como se verá logo adiante.

Antes, retomamos o exame dos primórdios da experiência brasileira, mais especificamente a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76¹⁹⁵. Esta afirmou que a CVM tinha a função de “disciplinar o mercado de títulos privados – ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional” e que “o campo de ação da CVM se estende às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado”¹⁹⁶.

Ao traduzir um rol taxativo com um conceito, a Exposição de Motivos acabou permitindo um primeiro corte conceitual do MVM: este seria um mercado de títulos privados.

A ideia de que um valor mobiliário é essencialmente um título privado encontrava fulcro nos termos do primitivo parágrafo único, atual parágrafo 1º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, que “exclui do regime desta lei os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal”¹⁹⁷. O mesmo parágrafo ainda excluiu do rol de valores mobiliários “os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, exceto as debêntures”.

¹⁹⁵ Disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

¹⁹⁶ Cf. item 6 da E. M. nº 197/76.

¹⁹⁷ Ainda que o mencionado dispositivo tenha tido a finalidade de preservar a autonomia dos governos centrais na administração da dívida pública, tal liberdade acabou restringida com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000). De todo modo, remanesce no ordenamento jurídico em vigor um normativo que impõe à CVM uma função auxiliar de controle das contas públicas. Trata-se da Resolução CMN nº 2.391/97, que estabelece, em seu art. 1º, que “a emissão privada de valores mobiliários representativos de dívida realizada por sociedades controladas direta ou indiretamente por estados, municípios e pelo Distrito Federal depende de prévia anuência da Comissão de Valores Mobiliários”. Tal normativo é alvo de críticas de participantes do MVM, que nele enxergam um distanciamento entre a CVM e seu foco, que são as ofertas públicas de valores mobiliários.

As exclusões do parágrafo, tão taxativas quanto às inclusões do *caput*, reforçam o reconhecimento da existência de valores mobiliários fora do regime da lei, ao passo em que tornam ainda mais desnecessária a conceituação teórica de valor mobiliário.

Por outro lado, fornecem resposta à primeira questão derivada de nossa definição de MVM, apontada no título anterior: o MVM se diferencia do mercado financeiro não por aspectos conceituais, mas legais, o que Nelson Eizirik identificara já em 1977, conforme sua própria definição de MVM, antes transcrita.

A referida Exposição de Motivos, por sua vez, tratou as exclusões do parágrafo 1º do art. 2º da Lei 6.385/76 como parte da divisão de tarefas entre a CVM e o Bacen¹⁹⁸, esclarecendo que permaneciam “na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures) e o mercado de títulos da dívida pública”¹⁹⁹.

Ou seja, a Exposição de Motivos da Lei 6.385/76 inseriu os títulos de responsabilidade de instituição financeira, não num mercado financeiro genérico, mas num segmento do *mercado de capitais* que jamais se confundiria com o mercado de valores mobiliários, como entendera Eizirik.

Quanto à ressalva relativa às debêntures, esta se justificaria na medida em que as debêntures já constavam do rol de valores mobiliários trazidos pelo art. 2º da Lei nº 6.385/76, ou seja, estão na área de competência da CVM, valendo salientar que, embora as instituições financeiras sejam proibidas por lei de emitir debêntures, aquelas que não recebem depósitos do público eventualmente podem, nos termos da mesma lei, ser autorizadas pelo Bacen a fazê-lo²⁰⁰.

¹⁹⁸ Vale lembrar que, antes da criação da CVM, suas funções eram exercidas pelo Bacen (cf. Lei nº 4.728/65).

¹⁹⁹ Cf. item 9 da E. M. nº 197/76.

²⁰⁰ Cf. art. 35, inciso I, e parágrafo único (este com redação dada pelo Decreto-Lei nº 2290/86) da Lei nº 4.595/64. Trata-se de uma regra de natureza prudencial, isto é, que procura evitar o chamado *risco sistêmico*, definido pelo Comitê de Basileia “como sendo aquele em que a inadimplência de uma instituição (financeira) para honrar seus compromissos contratuais pode gerar uma reação em cadeia, atingindo grande parte do sistema financeiro”. Cf. DATZ, 2002.

A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76 ainda acrescentou que “o mercado de valores mobiliários compreende os títulos emitidos por sociedades anônimas: as ações, partes beneficiárias e debêntures; os cupões desses títulos; os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; e outros, a critério do Conselho Monetário Nacional”²⁰¹. Ou seja, nos termos da Exposição de Motivos, os valores mobiliários, além de serem exclusivamente títulos privados, também eram títulos de emissão exclusiva de sociedades anônimas, ou sociedades por ações.

Examinando o desenvolvimento do MVM em perspectiva, da criação da CVM até os dias hoje, verifica-se que a primeira orientação colhida da Exposição de Motivos – a de que o valor mobiliário é um título privado - embora consagrada pela prática, na medida em que abrange a grande maioria dos valores mobiliários existentes, é sujeita a exceções, porquanto não encerra características essenciais do conceito, que hoje admite espécies que, ou não são propriamente títulos, ou não são emitidas por instituições privadas.

Quanto à segunda – de que valor mobiliário é um título de emissão exclusiva de sociedades anônimas – tornou-se anacrônica, após as várias alterações sofridas pela Lei nº 6.385/76 desde sua promulgação.

Com efeito, o texto original do art. 2º dispunha que:

Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
- II - os certificados de depósitos de valores mobiliários;
- III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Ou seja, em princípio, todos os primeiros valores mobiliários sujeitos ao regime da CVM eram títulos emitidos por sociedades anônimas, todos eles previstos pela Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76).

Atualmente, o texto do citado art. 2º está assim:

²⁰¹ Cf. item 8 da E. M. nº 197/76.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Observa-se que a lei não diz mais que os valores mobiliários são criados ou emitidos por sociedades anônimas, e ainda reconhece expressamente como valores mobiliários títulos que podem ser emitidos por sociedades limitadas, caso das notas comerciais²⁰², ou por entidades sequer constituídas sob a forma de sociedade, caso das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários²⁰³.

Outra mudança notável na comparação entre a primeira e a última versão do rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76 é que o atual texto legal deixou de apontar que outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, isto é, que não

²⁰² Nesse sentido, a Instrução CVM nº 480, de 2009, que regula os emissores de valores mobiliários, no parágrafo 2º de seu art. 1º, estabelece: “o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, **exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso**”; no *caput* do art. 33, estabelece: “os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima **ou sociedade limitada**” e, no parágrafo único desse mesmo artigo, estabelece: “além das formas societárias previstas no *caput*, emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de cooperativa agrícola” – grifou-se.

²⁰³ A Instrução CVM nº 409, de 2004, normativo mais geral que trata de fundos de investimento, informa em seu artigo 2º que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução”.

constassem expressamente do rol legal, poderiam vir a ser considerados valores mobiliários, a critério do Conselho Monetário Nacional.

A elisão dessa última expressão do texto legal pode se traduzir na transformação do Poder Legislativo em sede única da prerrogativa de indicar o que é valor mobiliário, na medida em que o CMN é órgão do Poder Executivo²⁰⁴ e o rol dos valores mobiliários continua sendo matéria legal.

E, de certa forma, foi isto o que ocorreu, pois o CMN, embora continue atuante nas funções a ele incumbidas pela Lei nº 6.385/76, não tem mais a prerrogativa de indicar o que deve ser considerado valor mobiliário, a não ser que por meio de lei. Exemplo disto se deu na criação das *letras financeiras*, destinadas à emissão por instituições financeiras e cuja oferta pública é regulada pela CVM, nos termos da Lei nº 12.249/2010.

De todo modo, as reformas da Lei nº 6.385/76²⁰⁵ foram além de alargar o rol de valores mobiliários, inclusive com títulos que fugiam à característica original, caso das cotas de fundos de investimento. Nem trataram propriamente de circunscrever ao Legislativo o poder de arrolar os valores mobiliários de maneira categórica e dispensando fundamentos conceituais.

É fato que um dos aspectos mais visíveis na análise conjunta dessas reformas seja a tendência a tornar o rol de valores mobiliários gradativamente mais abrangente, aumentando a área de ação da CVM ao mesmo tempo em que o

²⁰⁴ Vide nota 27.

²⁰⁵ A Lei nº 6.385/76 foi reformada pelas Leis de nºs 6.422/77; 6.616/78; 9.447 e 9.457, de 1997; 9.873/99; 10.198 e 10.303, de 2001; 10.411/02, 11.638/07; e 12.543/12, e pelo Decreto Autônomo nº 3.995/01, um total de onze vezes em trinta e sete anos de existência, o que em boa medida marca o “processo de maturação” a que nos referimos ao final da pag. 7.

órgão ia se desenvolvendo e recebendo mais recursos materiais²⁰⁶ e humanos²⁰⁷, além de mais poderes²⁰⁸.

Mas o aspecto mais revolucionário das reformas na legislação do MVM foi trazido pela reforma de 2001, que incluiu no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 nada menos que uma definição genérica de valor mobiliário.

Inspirada no conceito de *security*, essa reforma transformou em lei uma definição de valor mobiliário pautada em elementos conceituais derivados da experiência jurisprudencial norte-americana, consolidada em decisão da Suprema Corte datada de 1946 para o caso *S.E.C. v. W. J. Howey Company*. Em Leães²⁰⁹, temos um detalhamento desse processo.

Na hipótese, a Howey Company vendera pequenos lotes de terra a serem utilizados para o plantio de frutas cítricas. Anexo ao contrato de venda e compra de terra, outra companhia, a Howey-in-the-Hills Service Company, subsidiária da primeira, comprometia-se a prestar serviços de plantio e cultivo de terra, bem como os de comercialização das frutas ali produzidas. A Corte, à vista dos fatos, concluiu que os contratos traduziam “investimentos” feitos por centenas de pessoas que, carecendo de conhecimento, experiência e equipamentos necessários ao cultivo das frutas cítricas, investiram “passivamente” em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de obter lucros, não se tratando, pois, de simples aquisições de glebas de terra, divididas em frações economicamente inviáveis quando consideradas isoladamente.

Caracterizando a operação como “contrato de investimento”, e, como tal, configurando *security*, o juiz Murphy procurou oferecer uma conceituação de contrato de investimento. Inicialmente, sublinhou que o termo não era definido

²⁰⁶ A Lei 7.940/89 instituiu a “Taxa de Fiscalização do Mercado de Valores Mobiliários”, estabelecendo, no art. 2º, que “constitui fato gerador da Taxa o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à CVM” e, no art. 8º, que “a Taxa será recolhida ao Tesouro Nacional, em conta vinculada à CVM”. Assim, muito embora os recursos financeiros obtidos com o recolhimento da referida taxa não se dirijam diretamente aos cofres da CVM, seu montante tende a ser levado em consideração quando o Poder Executivo Federal examina o orçamento da CVM.

²⁰⁷ Desde sua criação, a CVM realizou sete concursos públicos para a contratação de servidores: em 1978, 1987, 1994, 1997, 2001, 2005 e 2010. Fonte: www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

²⁰⁸ A Lei nº 9.457/97, entre outras providências, alterou o art. 11 da Lei nº 6.385/76, aumentando sensivelmente o rigor das penas passíveis de aplicação pela CVM nos seus processos administrativos sancionadores.

²⁰⁹ LEÃES, 1974, p. 47.

pelas leis específicas, mas que os tribunais estaduais vinham construindo uma definição de *investment contract*, mesmo antes das referidas leis:

Essa definição foi aplicada iterativamente pelos tribunais estaduais a uma série de situações, cujos traços comuns são a aplicação pelos indivíduos de recursos poupados em empreendimentos comuns, com a esperança de colher lucro com os esforços desenvolvidos exclusivamente pelo lançador ou por terceiros, nunca deles próprios. Ao incluir o contrato de investimento na definição de *security* constante do § 2(1) da lei de 1933, o Congresso estava empregando uma expressão cujo significado já se firmara nos tribunais. É, portanto, perfeitamente lícito atribuir ao termo, no contexto da lei, esse significado, tanto mais que ele se harmoniza com os objetivos do Congresso. Em suma, um contrato de investimento, para os propósitos do *Securities Act*, é **todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa**²¹⁰ - grifamos.

O caso *Howey* fornecia, assim, pela primeira vez, uma definição de contrato de investimento que por uma operação de raciocínio, passou a ser a própria definição de *security*.

A principal lição do caso *Howey*, ao definir *investment contract*, diz respeito ao processo de identificação de uma *security*: nela, a substância prevalece sobre a forma e a ênfase é dada à realidade econômica subjacente. Assim, no caso em tela foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais formas de *securities* alinhadas na definição legal. Destarte, toda e qualquer *security* passa a ser identificada a essa substância econômica, revelada na análise dos contratos de investimento:

A security is a transaction (...) whereby (1) a person invests his money (2) in a common enterprise and (3) is led to expect profits (4) solely from the efforts of the promoter or a third party.²¹¹

A fórmula *Howey* de identificação de uma *security* ganhou imediatamente a simpatia dos tribunais e a acolhida das agências federais. A Suprema Corte dos Estados Unidos passou a fazer referência a esse teste em várias ocasiões, sem, contudo, esclarecer a linguagem vaga utilizada na definição. Como resultado, foi entregue às cortes estaduais e às federais de instância inferior a tarefa de

²¹⁰ Cf. LEÃES, 1974, p. 47.

²¹¹ “Form is disregarded for substance and emphasis is... placed upon economic reality”. V. Ronald J. Coffey, *The Economic Realities of the Securities: Is then a more Meaningful Formula?*, 18 Western Res. L. Rev. 367, 402 (1967). Cf. LEÃES, 1974, p. 48.

interpretar os termos do *Howey test*, no esforço de lhes atribuir significados exatos, à vista dos casos concretos que lhes são submetidos.

Fragmentando a definição acima, a *security* é conceituada como a *transação* através da qual o investidor fornece recursos para um *empreendimento comum*²¹², expressão que também não dispõe de significado preciso, apenas quer referir-se a situações nas quais os valores fornecidos pelo investidor sujeitam-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio.

Assim, constituem *security* os títulos (ações, debêntures, partes beneficiárias) emitidos por uma sociedade por ações. Mas configuram, ou podem configurar *security*, também os investimentos mais diversos, como em gleba de terra, loteamento, empreendimentos rurais, obras de construção civil, títulos de clube etc., desde que os recursos investidos nesses empreendimentos sejam obtidos junto ao público e não haja expressa exclusão legal.

No Brasil, de início, a previsão legal do conceito de *security* como valor mobiliário se prestou a reduzir o interesse em algumas discussões doutrinárias, como aquela que questionava se os valores mobiliários seriam títulos de crédito²¹³. Nesse âmbito, merece destaque a contribuição de Newton de Lucca²¹⁴ à compreensão do conceito de valor mobiliário originada dessa discussão:

Cumpriria indagar, ante a disposição do artigo 2º da referida lei (nº 6.385/76), qual é a relação existente entre os ditos *Valores Mobiliários* e os títulos de crédito. Seriam os primeiros uma espécie dos segundos? (...) Ou, antes ainda, os Valores Mobiliários são ou não são títulos de crédito? Parece-nos importante assinalar, desde logo, que os valores mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo – se é que se possa falar assim – é o de que os Valores Mobiliários assumem, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. Exatamente por serem negócios realizados em massa cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares desses papéis. Mas, como é óbvio, **não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos Valores Mobiliários. Não só no plano semântico, como no da própria Lei nº 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão.** Sob o primeiro aspecto, é fácil perceber que Valor Mobiliário significa um bem

²¹² O Prof. Louis Loss, abordando a fórmula *Howey*, fragmenta-a em três elementos básicos: “(1) investment of Money, (2) a common enterprise and (3) expectations of profits solely through the efforts of others” (L. Loss, *Securities Regulation*, tomo I, p. 491, 2ª ed., 1961, Cf. LEÃES, 1974, p. 47).

²¹³ Ao ensino, ver BULGARELLI, 1998, pp. 85-103.

²¹⁴ DE LUCCA, 1979, *apud* BULGARELLI, 1998, pp. 99.

móvel, em oposição ao bem imóvel, não tendo que ver necessariamente com negociação em mercado. Sob o prisma legal, verifica-se que há expressões capazes de conduzir o intérprete no mesmo sentido. Veja-se, por exemplo, a redação do art. 1º: “serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I. a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado.” Inference-se, assim, da sistemática da lei, que podem existir Valores Mobiliários que não sejam distribuídos no mercado e, por isso, não sujeitos ao regime da lei. Idêntico raciocínio poderia ser aplicado no art. 2º que diz: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei”, do que se conclui, igualmente, que há outros Valores Mobiliários não sujeitos ao império da lei. **Pela intenção do diploma legal, entretanto, percebe-se que a conotação dada aos Valores Mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador.** Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de *Valores Mobiliários* não possui qualquer liame lógico com o de *Títulos de Crédito*. Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de Valores Mobiliários e, da mesma forma, estes poderão, concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são dois sistemas distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um título de crédito é algo totalmente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um Valor Mobiliário - (grifos nossos).

Ao comentar o excerto transcrito acima, Waldírio Bulgarelli²¹⁵ ainda acrescentou:

Não obstante o acerto das ponderações do Autor, há que se fazer dois reparos: primeiro, há certo liame lógico entre as duas denominações, como foi mostrado por Ferri²¹⁶ (...); segundo, é que se os títulos de crédito poderão vir a ser considerados como Valores Mobiliários (o que duvidamos nos casos, por exemplo, dos certificados de transporte ou de depósito etc.), a contrapartida não é verdadeira, pois não será qualquer valor mobiliário que poderá ser considerado títulos de crédito.

Com efeito, a reforma de 2001 da Lei nº 6.385/76 acabou por definir um dos vetores da referida questão doutrinária, e a pergunta mais comum passou a ser se os títulos de crédito seriam valores mobiliários, pergunta essa imediatamente respondida pela lei: sim, se o referido título de crédito for objeto de oferta pública e não houver exclusão legalmente expressa.

Hoje, é possível dizer que a categorização legal de um valor mobiliário genérico teve um resultado prático muito positivo para a regulação do MVM, ao permitir que a atuação da CVM alcançasse operações de apelo à poupança popular

²¹⁵ BULGARELLI, idem, pp. 99-100.

²¹⁶ Bulgarelli informa que G. Ferri considera o título de crédito “como um meio técnico de circulação”, característica próxima da negociabilidade em massa inerente aos valores mobiliários, já que “na fase da circulação do título, não existe diversidade entre títulos individuais e títulos de massa (*idem*, pp. 93-94).

que não se utilizam dos valores mobiliários tradicionais, dando assim mais segurança ao público investidor.

Ademais, a definição genérica de valor mobiliário proporcionou ao órgão ainda mais autonomia, na medida em que o entendimento sobre o que é valor mobiliário deixou de depender de uma nova modificação na lei, mas da interpretação técnica do órgão regulador, obviamente sujeita a revisão do Poder Judiciário.

É preciso reconhecer que tal iniciativa, posterior em mais de cinquenta anos da definição de *security* que a inspirou, teve motivação mais conjuntural do que conceitual. Esta respondeu à ocorrência reiterada de ofertas de investimento em larga escala que não se encontravam sob a égide da CVM e que geraram perdas para um grande número de investidores, casos das ofertas públicas realizadas pela “Gallus Agropecuária Ltda.”²¹⁷ e pelas “Fazendas Reunidas Boi Gordo”²¹⁸.

Dessa conjuntura nos recorda o advogado e Ex-Presidente da CVM Ary Oswaldo Mattos Filho²¹⁹. Ao comentar a aplicação do conceito genérico de valor mobiliário às ofertas públicas de Cédulas de Crédito Bancário – CCB²²⁰, que há época gerou alguma controvérsia entre os participantes do MVM, o autor, ao lembrar da motivação original da assunção do conceito genérico à condição de lei, tece um panorama que serve como resumo do que foi tratado até agora no presente capítulo:

A Comissão de Valores Mobiliários nasceu, em 1976, sob a oposição cerrada do Banco Central, que, por meio de sua então diretoria de Mercado de Capitais, julgava-se plenamente habilitado para cumprir, e de forma concomitante, a normatização e fiscalização do mercado financeiro e do mercado de valores mobiliários. Foi graças à tenacidade do então ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, que surgiu a entidade autárquica que teria o seu campo de atuação limitado a determinados valores mobiliários previstos especificamente em lei e necessariamente emitidos por sociedades por ações. Competiria ao

²¹⁷ A respeito, ver Deliberação CVM nº 245, de 05.03.1998, disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

²¹⁸ A respeito, ver Deliberações CVM nºs 376, de 27.03.2001, e 406, de 17.10.2001, disponíveis em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

²¹⁹ MATTOS FILHO, 2008, pp. 70-71.

²²⁰ Instituída pela Medida Provisória nº 1925/99, convertida na Lei nº 10.931/2004, a CCB é definida pelo art. 26 da referida Lei como um “título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade”.

Conselho Monetário Nacional emitir resoluções agregando novos valores mobiliários, desde que também emitidos por companhias. Todo o eventual campo remanescente dos valores mobiliários continuava a ser de competência do Banco Central.

A mesma lei excluiu do campo normativo da nova autarquia os títulos de crédito emitidos por instituições financeiras, ressalvadas suas debêntures, cuja competência foi repassada à CVM. Com o passar do tempo, novos valores mobiliários foram sendo agregados ao campo da autarquia, terminando com a inovação legislativa de abandonar a regra até então seguida de nomear os novos tipos e substituí-la pela adoção de uma definição retirada da jurisprudência norte-americana (...).

Essa mudança ocorreu com a edição de medida provisória, hoje transformada em lei, que veio para acabar com a perplexidade trazida pela quebra da Gallus Agropecuária S.A. Faltava competência formal à CVM para regular os certificados de investimento, e o Banco Central negava-se a utilizar tal competência difusa a ele atribuída em 1965, pela Lei 4.728. Com a edição da MP, ficou outorgada competência à CVM para estabelecer regras e fiscalizar as emissões dos “títulos ou contratos de investimento” objetos de uma oferta pública. Estava aberta a caixa de Pandora.

Na definição legislativa do que seja contrato de investimento, nosso legislador optou por adotar uma definição genérica de valor mobiliário, retirada da jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, que explicita o significado da expressão “investment contract” — prevista, mas não definida, nas leis de 1933 e 1934, concernentes à criação da Securities and Exchange Commission (SEC) e à regulação das bolsas de valores. Inicialmente é de se notar que, enquanto o conceito de contrato de investimento nasce no direito norte-americano pela definição judicial, entre nós o mesmo vem ao mundo com a força cogente de lei. Ou seja, não caberá ao nosso Judiciário ou ao tribunal administrativo concordar com a definição nascida em “SEC v. Howey”, mas decidir de acordo com o seu preceito. Assim, resta saber: 1) se haverá ou não uma oferta pública; 2) se ela será de algo que constitui um título ou um contrato de investimento coletivo; e 3) se este não é de emissão de instituição financeira, cuja competência pertence ao Banco Central. (...)”.

A fonte inspiradora do conceito genérico de valor mobiliário, por sua vez, é ratificada em decisão da CVM, consubstanciada por voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto²²¹, que utilizou o conceito genérico para verificar as Cédulas de Crédito Bancário - CCB que excluíssem a responsabilidade da instituição financeira favorecida, quando ofertadas publicamente, constituiriam valores mobiliários.

Por seu pioneirismo e didatismo, trata-se de um significativo exemplo de atuação da CVM em sua função reguladora, razão por que segue a transcrição da parte que nos interessa:

²²¹ CVM, 2008.

"Valor mobiliário" é um termo chave dentro da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Se um determinado título for considerado valor mobiliário, sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e à fiscalização da CVM.

Na definição do conceito de "valor mobiliário", o legislador de 1976 se viu diante de um dilema. Por um lado, sabia-se que a definição legal devia ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado. Por outro lado, ela também devia ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver.

Em sua redação original, a Lei nº 6.385/76 resolveu este dilema da seguinte forma: primeiro, fixou uma lista exaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional ("CMN") competência para alterar esta lista, o que tornava o regime legal mais flexível²²².

Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de "valor mobiliário", apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular.

Segundo o art. 1º desta medida provisória, "constituem valores mobiliários quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

Com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, este conceito foi incorporado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

²²² Exercendo esta competência, o CMN incluiu os seguintes títulos no rol de valores mobiliários: (i) nota promissória comercial, (ii) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósito de ações, (iii) certificado de recebíveis imobiliários e (iv) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e serviços.

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Com essas alterações, nossa legislação passou a operar de maneira dúplice. De um lado, ela oferece uma lista bastante detalhada dos valores mobiliários, que são os incisos I a VIII.²²³ De outro, ela prevê uma hipótese genérica – o inciso IX – e que se destina a abarcar todos os casos não cobertos pelos incisos anteriores.

O inciso IX foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*²²⁴. Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros."²²⁵

Segundo a definição que consta em *Howey*, o conceito de *security* deve abranger "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros."²²⁶

Analisando este conceito, a doutrina e a jurisprudência norte-americanas destacam cinco elementos:

- i. para que estejamos diante de um *security*, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento;
- ii. a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando se ele é um título ou contrato ou conjunto de contratos;²²⁷
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;²²⁸
- iv. o investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho,²²⁹ e

²²³ Além dos itens listados na Lei nº 6.385/76 e em resoluções do CMN, a legislação especial inclui alguns outros títulos e contratos no rol dos valores mobiliários, como os certificados de investimentos audiovisuais e os certificados do agronegócio (nota conforme o original).

²²⁴ 328 US 293 (1946).

²²⁵ *Idem*.

²²⁶ *Idem*.

²²⁷ SEC v. CM Joiner Leasing Corp. 320 US 344 (1943).

²²⁸ Para a interpretação deste requisito, Louis Loss & Joel Seligman. *Fundamentals of Securities Regulation*. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004, 252-3.

²²⁹ United Housing Foundation, Inc. v. Forman. 421 US 837 (1975).

- v. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.²³⁰

Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

- i. deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");
- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e
- vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").

Além destes fatores, que integram o conceito previsto no inciso IX, não podemos esquecer das exceções previstas no §1º do art. 2º, segundo o qual não são valores mobiliários nem os títulos da dívida pública nem os títulos de responsabilidade das instituições financeiras.

De posse destas considerações genéricas, podemos passar à análise da questão concreta suscitada por este caso, isto é, se as CCBs são ou não valores mobiliários.

Cédulas de Crédito Bancário

Segundo a definição que consta do art. 26 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, a CCB "é título de crédito, emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade".

As CCBs foram criadas com um propósito claro: facilitar a execução e negociação de créditos bancários. Assim como as notas promissórias, as CCBs são títulos de crédito, que podem ser facilmente negociados e executados em

²³⁰ Em casos posteriores a *Howey*, as cortes abrandaram o requisito de que o lucro advinha *exclusivamente* dos esforços de terceiros, passando a permitir o envolvimento do investidor na administração do empreendimento, desde que este envolvimento não seja preponderante. *E.g.* *Rivanna Trawlers Unlimited v. Borchard*. 840 F 2d 236 (4th Cir. 1988).

juízo²³¹. Porém, ao contrário das notas promissórias, cujo conteúdo é bastante restrito pela lei, as CCBs podem conter todas as obrigações normalmente previstas nos contratos bancários.

Embora se assemelhem em muitos aspectos a certos valores mobiliários, como a nota comercial e as debêntures, as CCBs não estão cobertas pelos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, razão pela qual devemos verificar se elas se enquadram no conceito genérico previsto no inciso IX.

Na minha opinião, as CCBs satisfazem claramente os cinco primeiros requisitos que enumerei acima, pelas seguintes razões:

- i. ao adquirir uma CCB, o poupador está fazendo um investimento em renda fixa, o que satisfaz o requisito delineado no (i) acima;
- ii. o art. 26, *caput*, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito, atendendo assim o requisito descrito no item (ii) acima; a este propósito, vale destacar que embora o conceito de "valor mobiliário" não se confunda com o conceito de "título de crédito", sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias;
- iii. a partir de uma mesma operação de crédito, e ressalvado o disposto no art. 28, § 2º, II, da Lei nº 10.931/04, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas, o que caracteriza o potencial coletivo do investimento nesses títulos e atende o requisito descrito no item (iii) acima;
- iv. as CCBs pagam juros aos seus titulares e estes juros constituem, obviamente, uma remuneração, o que satisfaz o requisito descrito no item (iv) acima; a propósito, vale lembrar que, segundo nossos precedentes, a palavra "remuneração" empregada no inciso IX deve ser entendida em sentido lato, de forma a cobrir "qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento"²³²; e
- v. a remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito; também está satisfeito, portanto, o item (v) acima.

A grande questão consiste em saber se as emissões de CCBs podem satisfazer o requisito descrito no item (vi) acima, isto é, se elas podem ser objeto de oferta pública.

O conceito de "oferta pública" é dado pelo art. 19, §1º e 3º da Lei nº 6.385/76, que foi regulado pelo art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que assim dispõe:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

²³¹ O art. 28 da Lei nº 10.931/04 considera as CCB títulos executivos extrajudiciais, assim como as debêntures e as notas promissórias, listadas no art. 585 do Código de Processo Civil.

²³² Voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos. Proc. RJ 2003/0499. Julgado em 28 de agosto de 2003.

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Se a instituição financeira procurar vender as CCBs emitidas em seu favor utilizando qualquer dos mecanismos descritos neste dispositivo, tais como preparação de prospecto destinado ao público, envio de correspondência a investidores indeterminados e utilização de publicidade, estaremos diante de uma oferta pública.

É irrelevante, para este fim, que o ofertante das CCBs não seja seu emissor. A própria Lei nº 6.385/76 já previa esta hipótese no art. 19, §2º, que equipara ao emissor tanto as instituições financeiras que distribuírem valores mobiliários quanto outros investidores que vierem a adquiri-los para colocá-los no mercado²³³.

A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs. A este respeito, vale notar que:

- i.o art. 29, §1º, da Lei nº 10.931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;
- ii.as CCBs são títulos de crédito, o que facilita – e muito – sua venda e negociação no mercado;
- iii.segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para "facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários"²³⁴.

Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76.

²³³ Note-se que a CVM registra estas ofertas, ditas secundárias, com grande frequência. As CCBs não trazem nada de novo neste sentido.

²³⁴ Nem se diga que a lei facultou a circulação em massa de CCBs apenas quando estes títulos forem securitizados por meio dos certificados de CCBs, conhecidos no mercado como "CCCBs". A meu ver, tal entendimento não pode prosperar diante do art. 29, §1º da lei, que autoriza a livre transferência das CCBs. Além disso, a própria Exposição de Motivos previa a circulação de CCBs tanto "securitizadas na forma de recebíveis" quanto no "mercado secundário".

Resta saber se as CCBs caem na exceção prevista no inciso II do §1º do art. 2º da Lei 6.385/76: "títulos de responsabilidade de instituição financeira". Embora as CCBs envolvam sempre instituições financeiras, estas figuram sempre no polo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são "responsáveis" pelas CCBs.

Ocorre que o art. 29, §1º da Lei nº 10.931/04 diz que as CCBs só podem circular mediante endosso, segundo as regras do direito cambiário, ou seja, segundo o disposto na Lei Uniforme Relativa a Letras de Câmbio e Notas Promissórias. E o art. 15 desta lei prevê que o endossante de um título é, via de regra, responsável pelo seu inadimplemento.

Todavia, este mesmo dispositivo da Lei Uniforme prevê que o endossante pode excluir sua responsabilidade, desde que esta exclusão conste expressamente do título. Portanto, caso a instituição financeira proceda dessa forma ao endossar as CCBs para terceiros, restará afastada a incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/76.

Em síntese, as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas:

- i. realize uma oferta pública de CCBs; e
- ii. exclua sua responsabilidade nos títulos.

A contrário senso, as CCBs não serão valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso:

- i. não sejam objeto de oferta pública; ou
- ii. a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os certificados de depósito bancário ("CDBs").

Enfim, o dispositivo legal que definiu genericamente valor mobiliário acabou por viabilizar a inclusão imediata, na esfera da CVM, de novas modalidades de investimento público que vão sendo criadas pelo mercado, permitindo relegar-se a um momento posterior a eventual elaboração de regulação específica para cada caso.

Por outro lado, remanesce a hipótese de determinado título ou contrato ser considerado valor mobiliário por decisão de política executiva ou legislativa, independentemente de seu perfeito enquadramento na definição genérica. Exemplo emblemático é o do CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção.

Criado por lei municipal e emitido por governos municipais, sua classificação como valor mobiliário colocou em questão a definição genérica, o

conceito de derivativo - também relacionado pela lei como valor mobiliário - e até mesmo a caracterização do valor mobiliário como título privado, preconizada pela Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76.

Contudo, a possibilidade de sua distribuição mediante oferta pública e a vontade política de se desenvolver um mercado secundário desses títulos, isto é, de que tais títulos, após sua colocação inicial pelas prefeituras, fossem negociados entre terceiros de maneira sistemática e organizada, conduziu-os à regulação da CVM, que se confirmou a partir de uma consulta feita ao órgão pela Prefeitura da Cidade de São Paulo.

Esta foi respondida em decisão da CVM de 28.08.2003, consubstanciada em voto da autoria do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos²³⁵.

Na sua parte descritiva, encontramos nuances da criação de um valor mobiliário levantadas pela parte interessada, a apresentação das questões legais a serem enfrentadas, além das considerações sobre o conceito de valor mobiliário advindas da procuradoria jurídica da CVM, da área técnica do órgão e do escritório de advocacia contratado pela Prefeitura de São Paulo no caso.

Já na parte dispositiva, os fundamentos jurídicos do conceito de valor mobiliário e seu caráter definidor da competência da CVM são expostos com profundidade e rigor técnico, ao mesmo tempo em que são analisadas as virtudes e defeitos da opção legal pela categorização dos valores mobiliários, desde o alcance da definição genérica até a vagueza do conceito de derivativo.

Baseado em farta bibliografia e na experiência estrangeira, o Voto é, sobretudo, um emblemático exemplo de como é exercido o papel institucional da CVM, razão por que dispusemos sua transcrição integral no Anexo.

Além de consolidar o que até aqui foi dito sobre o conceito de valor mobiliário, o voto do Diretor Luiz Antonio Campos acrescenta duas ideias importantes à consecução de um dos objetivos do presente trabalho, que é compreender o papel institucional da CVM.

²³⁵ CVM, 2003.

A primeira se reveste de alguma dialética, pois, ao reportar-se à antiga tendência da doutrina em aproximar os conceitos de valor mobiliário e de título de crédito, em princípio confirma que “o conceito de valor mobiliário, do ponto de vista técnico-doutrinário, não tem grande importância, havendo até mesmo dificuldade em se definir conceitualmente o que seja um valor mobiliário”.

Mas, logo a seguir, acrescenta que a caracterização de valor mobiliário passa necessariamente pelo esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento – ou mesmo especulação – por parte dos doadores dos recursos e observa que “esta sempre foi a tônica da definição de valores mobiliários para fins de regulação pela CVM, muito embora não fosse assim tão explícita, não obstante fosse intuitiva”.

Intuitiva porque conceitual. Assim, a dificuldade em se definir conceitualmente o que é valor mobiliário é superada quando se reconhece como essencial sua utilização para a captação da poupança pública com a conotação de investimento (aí incluída a especulação, pois por meio dela igualmente se busca um retorno financeiro para os recursos aplicados).

Com a elevação desse elemento à estatura de lei, ficou mais fácil apreender o conceito por trás do rol taxativo dos valores mobiliários, o caráter essencial a identificá-los entre si e que ali implicitamente sempre esteve, como já prenunciavam, de forma mais geral, os “Fundamentos para a regulação do mercado de valores mobiliários” do CMN e, de forma mais específica, a interpretação sistemática da lei apresentada por Newton de Lucca, antes citados.

Segue nesse mesmo sentido a segunda importante ideia do voto: a que aponta “a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº 6.385/76” como sendo “aquela que o lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei ‘quando ofertados ou negociados publicamente’”.

Tal interpretação vai ao encontro do problema identificado por Newton de Lucca, segundo o qual “não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos Valores Mobiliários”,

pois “não só no plano semântico, como no da própria Lei nº 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão.”

No entanto, agora dispondo de uma justificativa dogmática, trazida pelo inciso IX acrescentado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76 na reforma de 2001, e assentada numa observação atenta da evolução do MVM e de sua regulação, a interpretação contida no Voto vem confirmar o que a doutrina de Newton de Lucca preconizara duas décadas antes, segundo a qual, pela intenção do diploma legal, a conotação dada aos Valores Mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador.

Ademais, a interpretação assumida pelo órgão regulador resolve a segunda questão derivada de nossa definição de MVM apresentada no título anterior, pois com ela, como diz o voto, “se compreende e se esclarece que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai.”

Por fim, o voto prescreve: “o que atrai e determina a competência da CVM para os valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei nº 6.385/76 é a respectiva oferta ou negociação pública desses valores mobiliários.” Note-se que essa interpretação, assumida pelo órgão na oportunidade, não se prende à estrita letra da lei, na medida em que conforma os incisos I a VIII do art. 2º ao disposto no inciso IX, como se este estivesse acima dos demais, e não ao lado, como dispôs a lei.

Assim, abstraídos os óbices da literalidade em prol da finalidade da lei, temos que, quando um determinado valor mobiliário, mesmo presente no rol do art. 2º, não for objeto de oferta ou negociação públicas, não deve ser considerado como tal para efeito da aplicação da lei, pois a operação que o enseja, por não envolver apelo à poupança pública, dispensa a atenção especial do poder público que a lei induz.

Em contrário senso, se a formação de um título ou contrato, ainda que ausentes do rol do art. 2º, configurar oferta de investimento à poupança pública, seus emissores, ofertantes e demais responsáveis, assim como as operações que os ensejam, estarão sob o crivo da CVM, valores mobiliários que são, por força do inciso IX.

Contudo, resta uma dúvida: se, na interpretação eleita, os termos do inciso IX praticamente condicionam os demais incisos do art. 2º da Lei nº 6.385/76, estes também condicionariam o parágrafo primeiro do mesmo artigo, que expressamente exclui do regime da CVM os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras?

No plano hermenêutico, a resposta prudente seria *não*, tendo em vista a força que deve ser reconhecida na exclusão expressa, literal e categoricamente. Na realidade, não há muito espaço para dúvidas de que essa é a interpretação que vigora no momento, pois os títulos da dívida pública federal são ofertados publicamente no Brasil²³⁶ sem submeterem-se à supervisão da CVM.

Quanto à categoria dos títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, esta foi objeto de análise no citado voto do Diretor Marcos Pinto, onde se pode observar que tais títulos eram, sem exceção, excluídos do regime da CVM, conforme o entendimento do próprio órgão.

Mas, se a exceção não poderia vir por interpretação, acabou vindo por lei, confirmando-se a tradição de que esta via está sempre aberta, especialmente quando a mera interpretação da lei vigente não for suficiente para satisfazer a vontade política tornada soberana em conformidade com nosso modelo de estado democrático de direito.

Foi assim que a Lei 12.249/2010, convertendo a MP nº 472/2009, autorizou as instituições financeiras a emitirem Letras financeiras (LF), definindo-

²³⁶ A título de exemplo, citamos o Tesouro Direto, um “programa de venda de títulos públicos a pessoas físicas desenvolvido pelo Tesouro Nacional em parceria com a BM&F Bovespa”, conforme definido no *website* <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto>, por meio do qual as vendas são realizadas. Tal iniciativa, embora caracterizasse uma oferta pública nos estritos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 400/2003 (transcrito na nota 190), não se submete à CVM por força do disposto no parágrafo primeiro do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

as como um “título de crédito que consiste em promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”²³⁷.

As características das LF, postas nos artigos 37 a 42 da referida lei, permitem identificá-las como títulos cambiais²³⁸ de responsabilidade de instituição financeira²³⁹, remetendo-as, sem muito espaço para polêmicas, à excludente do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Como que reconhecendo essa possibilidade, a nova Lei a afastou expressamente, ao estabelecer, no seu art. 39, que “a distribuição pública de Letra Financeira observará o disposto pela Comissão de Valores Mobiliários”²⁴⁰.

Por fim, vale notar que, embora tenha revogado expressamente, por meio de seu art. 140, diversos dispositivos legais, a Lei nº 12.249/2010 não alterou a vigência do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 6.385/76, o que significa que a regra continua sendo aquela, sendo a LF sua exceção, posta legitimamente por uma lei posterior.

De todo modo, ao incumbir a CVM de regular ofertas públicas de um título de dívida de instituição financeira, a Lei de 2010 veio alterar novamente a divisão de trabalho entre a CVM e o Bacen.

Assim, dando continuidade a um processo iniciado em 1976, com a Lei nº 6.385, a sociedade brasileira, tendo como instrumento o ordenamento jurídico, vem permanentemente intensificando e aperfeiçoando os poderes, deveres e atribuições da CVM, tendência que indica o reconhecimento da expertise e da eficiência dessa instituição na proteção da poupança popular.

²³⁷ Conforme o art. 37 da Lei 12.249/2010.

²³⁸ Tal se pode deduzir, se não de uma comparação minuciosa entre as características das LF e as disposições da Lei Uniforme de Genebra (incluída no ordenamento brasileiro pelo Decreto Lei nº 57.663/66) que descrevem a letra de câmbio, da própria Lei nº 12.249/2010, que dispõe em seu art. 42: “Aplica-se à letra financeira, no que não contrariar o disposto nesta Lei, a legislação cambial”.

²³⁹ A responsabilidade da instituição financeira, decorrente de sua condição de emissora da LF, fica expressa no art. 40 da Lei nº 12.249/2010, que estabelece: “Art. 40. A Letra Financeira pode ser emitida com cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, na hipótese de liquidação ou falência da instituição emissora. Parágrafo único. A Letra Financeira de que trata o *caput* pode ser utilizada como instrumento de dívida, para fins de composição do capital da instituição emissora, nas condições especificadas em regulamento do CMN”.

²⁴⁰ A CVM atendeu ao mandamento legal editando a Instrução CVM nº 488/2010, que instituiu um regime especial de regulação das ofertas públicas de LF.

A CVM e o problema do sigilo bancário

3.1

Introdução

Em conformidade com o comando constitucional que confere ao Estado a função de regulador da economia, a lei impõe à CVM o dever de coibir anomalias havidas no âmbito do MVM, tais como: ofertas públicas irregulares de valores mobiliários; usos de informação relevante, não divulgada publicamente (*insider information*), na negociação pública de valores mobiliários; modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados em ambiente público²⁴¹.

Para fazer frente a esse dever, a lei atribui à CVM o poder de tipificar infrações, investigar sua ocorrência e aplicar penalidades, mediante a edição de atos normativos, a instauração e o julgamento de processos administrativos²⁴², respectivamente.

Trata-se de aspecto fundamental da função regulatória exercida pela CVM sobre o MVM. Enfim, um poder-dever, consideradas as distinções do vocábulo *função* estudadas no primeiro capítulo.

No exercício desse poder-dever, é corriqueiro surgirem situações em que a CVM se vê diante da necessidade de conhecer a movimentação financeira de pessoas, sejam elas físicas ou jurídicas, para concluir sobre a autoria de uma infração. Por exemplo, certificando-se de que os recebimentos e/ou pagamentos realizados por pessoas a que se reputa a autoria da infração coincidem com a movimentação financeira que decorreria da operação investigada.

²⁴¹ Cf. art. 4º, incisos IV e V, da Lei nº 6.385/76.

²⁴² Cf. artigos 9º e 11 da Lei nº 6.385/76.

Fenômenos como o descrito remetem imediatamente à ideia de *sigilo bancário*. Tal expressão pode ser corretamente definida a partir dos termos do regime legal anterior à Constituição de 1988, onde constavam elementos que diferenciavam esta de outras modalidades de sigilo, mas sem contar com respaldo constitucional, seja expreso ou derivado de interpretação, valendo ressaltar que nem a Constituição de 1946, nem a Constituição de 1967 contemplavam os direitos que, a partir da Constituição de 1988 fundamentariam o sigilo bancário, quais sejam, os direitos fundamentais à privacidade e à intimidade²⁴³.

Com efeito, o art. 38²⁴⁴ da Lei nº 4.595/64²⁴⁵ estabelecia em seu *caput* que “as instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados”.

Embora este artigo tenha sido expressamente revogado pelo art. 13 da Lei Complementar nº 105, de 2001, seus termos foram reproduzidos integralmente pelo art. 1º da lei revogadora²⁴⁶.

²⁴³ A Constituição de 1946 tratou apenas do sigilo da correspondência, no § 6º de seu art. 141: “É inviolável o sigilo da correspondência”. Já a Constituição de 1967 previa no § 9º de seu art. 150 que “são invioláveis a correspondência e o sigilo das comunicações telegráficas e telefônicas”.

²⁴⁴ Dizia o referido dispositivo: “Art. 38. As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. § 1º As informações e esclarecimentos ordenados pelo Poder Judiciário, prestados pelo Banco Central da República do Brasil ou pelas instituições financeiras, e a exibição de livros e documento em Juízo, se revestirão sempre do mesmo caráter sigiloso, só podendo a eles ter acesso as partes legítimas na causa, que deles não poderão servir-se para fins estranhos à mesma. § 2º O Banco Central da República do Brasil e as instituições financeiras públicas prestarão informações ao Poder Legislativo, podendo, havendo relevantes motivos, solicitar sejam mantidas em reserva ou sigilo. § 3º As Comissões Parlamentares de Inquérito, no exercício da competência constitucional e legal de ampla investigação (art. 53 da Constituição Federal e Lei nº 1.579, de 18 de março de 1952), obterão as informações que necessitarem das instituições financeiras, inclusive através do Banco Central da República do Brasil. § 4º Os pedidos de informações a que se referem aos §§ 2º e 3º, deste artigo, deverão ser aprovados pelo Plenário da Câmara dos Deputados ou do Senado Federal e, quando se tratar de Comissão Parlamentar de Inquérito, pela maioria absoluta de seus membros. § 5º Os agentes fiscais tributários do Ministério da Fazenda e dos Estados somente poderão proceder a exame de documentos, livros e registros de contas de depósitos quando houver processo instaurado e os mesmos forem considerados indispensáveis pela autoridade competente. § 6º O disposto no parágrafo anterior se aplica igualmente à prestação de esclarecimentos e informes pelas instituições financeiras às autoridades fiscais, devendo sempre estas e os exames serem conservados em sigilo, não podendo ser utilizados se não reservadamente. § 7º A quebra do sigilo de que trata este artigo constitui crime e sujeita os responsáveis à pena de reclusão, de um a quatro anos, aplicando-se, no que couber, o Código Penal e o Código de Processo Penal, sem prejuízo de outras sanções cabíveis.”

²⁴⁵ A Lei 4.595/64 ainda se encontra em vigor, recepcionada pelo atual regime constitucional como lei complementar, por força do disposto no *caput* do art. 192 da Constituição de 1988, que estabelece: “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

O *sigilo bancário* se constitui, portanto, tanto à luz da legislação anterior quanto da atual, numa obrigação própria das instituições financeiras, dedução que, por analogia, já nos permitiria entender o *sigilo fiscal*, por exemplo, como obrigação que recai sobre as entidades do Poder Público em relação às informações obtidas no exercício de suas funções.

No regime anterior, a violação do sigilo bancário caracterizava crime, nos termos do § 7º do antigo artigo 38 da Lei 4.595/64, mas este previa hipóteses de relativização ou afastamento dessa modalidade de sigilo em face de cada uma das esferas do Poder Público, nos seguintes casos:

- informações ou esclarecimentos ordenados pelo Poder Judiciário e exibição de documentos em juízo, os quais manteriam ainda um caráter relativamente sigiloso, vez que seu acesso era restrito às partes e para uso circunscrito aos fins da causa (§ 1º);
- requisição de informações pelo Poder Legislativo²⁴⁷, podendo o prestador, no entanto, solicitar que estas fossem mantidas em segredo (§§ 2º, 3º e 4º); e
- quebra do sigilo perante autoridades fiscais (Poder Executivo), desde que houvesse “processo instaurado” (§§ 5º e 6º), expressão que suscitava dúvidas quanto a tratar-se de processo judicial ou administrativo.

Ainda na fase anterior à Constituição de 1988, a Lei nº 5.172/66 (Código Tributário Nacional – CTN) voltou ao tema, estabelecendo em seu art. 197 que, mediante simples intimação escrita – isto é, não necessariamente judicial - os bancos e demais instituições financeiras, dentre outras entidades e profissionais, eram obrigados a prestar, à autoridade administrativa, todas as informações que

²⁴⁶ Diz o dispositivo citado: “Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados.”

²⁴⁷ Cumpre-nos mencionar que a previsão da quebra do sigilo bancário pelo Poder Legislativo remanesceu no regime atual remetendo à prerrogativa do Poder Judiciário, conforme se verifica nos termos do § 3º do art. 58 da Constituição de 1988 que, ao tratar das Comissões Parlamentares de Inquérito, estabeleceu: “As comissões parlamentares de inquérito, que terão poderes de investigação próprios das autoridades judiciais, além de outros previstos nos regimentos das respectivas Casas, serão criadas pela Câmara dos Deputados e pelo Senado Federal, em conjunto ou separadamente, mediante requerimento de um terço de seus membros, para a apuração de fato determinado e por prazo certo, sendo suas conclusões, se for o caso, encaminhadas ao Ministério Público, para que promova a responsabilidade civil ou criminal dos infratores.”

dispusessem “com relação aos bens, negócios ou atividades de terceiros”, reforçando a ideia de que o sigilo bancário não constituía obstáculo intransponível ao Poder Público no exercício de sua função arrecadadora.

Por outro lado, o parágrafo único do referido artigo consagrou uma modalidade de *sigilo profissional*²⁴⁸, ao estabelecer que “a obrigação prevista neste artigo não abrange a prestação de informações quanto a fatos sobre os quais o informante esteja legalmente obrigado a preservar segredo em razão de cargo, ofício, função, ministério, atividade ou profissão”.

O art. 198 do CTN originalmente impunha o *sigilo fiscal*, firmando que “sem prejuízo da legislação criminal, é vedada a divulgação, para qualquer fim, por parte da Fazenda Pública ou de seus funcionários, de qualquer informação obtida em razão de ofício, sobre a situação econômica ou financeira dos sujeitos passivos ou de terceiros e sobre a natureza e o estado de seus negócios ou atividades”.

Já seu parágrafo único excetuava “a requisição da autoridade judiciária”, e o artigo seguinte previa a permuta de informações dessa natureza entre as Fazendas da União, dos Estados, Municípios e Distrito Federal, desde que prevista em lei ou convênio, configurando outra relativização do sigilo fiscal.

Este artigo foi alterado pela Lei Complementar nº 104, de 2001 que, no entanto, manteve as possibilidades de requisição de informações dessa natureza pela autoridade judiciária e também de intercâmbio de tais informações entre autoridades administrativas, deixando claro que esse intercâmbio não configuraria, segundo a lei, quebra de sigilo, mas sim transferência de informações e da responsabilidade pela manutenção do sigilo, *fiscal*, no caso.

Embora uma visão mais restritiva acerca das possibilidades de afastamento ou inaplicabilidade do sigilo bancário tenha se formado, no âmbito do STF, a partir da Constituição de 1988, esta não inibiu a iniciativa legislativa de editar, em 10.01.2001, a Lei Complementar nº 105 (LC 105), que respondeu expressa e

²⁴⁸ O sigilo profissional hoje se encontra expressamente consagrado como direito fundamental na Constituição de 1988, nos termos do inciso XIV de seu art. 5º, que estabelece: “é assegurado a todos o acesso à informação e resguardado o sigilo da fonte, quando necessário ao exercício profissional”.

positivamente às necessidades da CVM de acesso à movimentação financeira de investigados.

Nesse sentido, a LC 105 previu (i) o intercâmbio de informações entre a CVM e o Bacen²⁴⁹, além de (ii) hipóteses de a CVM obter informações protegidas pelo sigilo bancário (iia) diretamente, “quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários”²⁵⁰, e (iib) mediante ordem judicial, se instaurado inquérito administrativo²⁵¹, cabendo à CVM, sempre, manter o sigilo das informações obtidas (cf. *caput* do art. 2º c/c seu § 3º da LC 105), ou seja, o acesso da CVM a tais informações não configuraria quebra, mas transferência do dever de sigilo, de modo idêntico ao previsto na LC 104 para o sigilo fiscal.

Tal iniciativa legislativa, de início, não se mostrou suficiente para espantar a controvérsia que a questão suscitava, a qual se tornou patente quando um evento dessa natureza foi examinado em Acórdão do STF à luz do disposto no inciso XII do artigo 5º da Constituição Brasileira²⁵², dispositivo que consagra “a

²⁴⁹ Diz o § único do art. 7º da LC nº 105/2001: “O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários manterão permanente intercâmbio de informações acerca dos resultados das inspeções que realizarem, dos inquéritos que instaurarem e das penalidades que aplicarem, sempre que as informações forem necessárias ao desempenho de suas atividades.”

²⁵⁰ É o que se depreende do § 3º do art. 2º da LC 105, *in verbis*: “Art. 2º O dever de sigilo é extensivo ao Banco Central do Brasil, em relação às operações que realizar e às informações que obtiver no exercício de suas atribuições. § 1º **O sigilo, inclusive quanto a contas de depósitos, aplicações e investimentos mantidos em instituições financeiras, não pode ser oposto ao Banco Central do Brasil: I – no desempenho de suas funções de fiscalização**, compreendendo a apuração, a qualquer tempo, de ilícitos praticados por controladores, administradores, membros de conselhos estatutários, gerentes, mandatários e prepostos de instituições financeiras; II – ao proceder a inquérito em instituição financeira submetida a regime especial. § 2º As comissões encarregadas dos inquéritos a que se refere o inciso II do § 1º poderão examinar quaisquer documentos relativos a bens, direitos e obrigações das instituições financeiras, de seus controladores, administradores, membros de conselhos estatutários, gerentes, mandatários e prepostos, inclusive contas correntes e operações com outras instituições financeiras. § 3º **O disposto neste artigo aplica-se à Comissão de Valores Mobiliários, quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários, inclusive nas instituições financeiras que sejam companhias abertas**” – grifamos.

²⁵¹ Diz o *caput* do art. 7º da LC 105/2001: “Sem prejuízo do disposto no § 3º do art. 2º, a Comissão de Valores Mobiliários, instaurado inquérito administrativo, poderá solicitar à autoridade judiciária competente o levantamento do sigilo junto às instituições financeiras de informações e documentos relativos a bens, direitos e obrigações de pessoa física ou jurídica submetida ao seu poder disciplinar.”

²⁵² “Título II – DOS DIREITOS E GARANTIAS FUNDAMENTAIS. Capítulo I – Dos Direitos e Deveres Individuais e Coletivos. Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) XII - é inviolável o sigilo da correspondência e das comunicações telegráficas, de dados e das

inviolabilidade do sigilo da correspondência, das comunicações telegráficas, de dados e das comunicações telefônicas”, prevendo seu afastamento, apenas, “no último caso, por ordem judicial, nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer para fins de investigação criminal ou instrução processual penal”.

Com efeito, embora o comando contido na LC 105 tenha induzido CVM e Bacen a firmarem convênio para intercâmbio de informações, sua execução inicialmente não contemplou, por iniciativa deste último, informações protegidas por sigilo²⁵³.

A posição do Bacen se sustentava pelo referido acórdão²⁵⁴, posto que este afirmava a impossibilidade da atuação fiscalizadora do Banco Central afastar, no campo administrativo, o sigilo previsto no inciso XII do art. 5º da CF, sendo para tanto imprescindível a autorização judicial.

Por outro lado, no único caso em que a CVM obteve, isoladamente, autorização do Poder Judiciário para acessar informações protegidas pelo sigilo bancário, a decisão que a concedeu transitou em julgado somente nove anos após o pedido, delonga que tende a tornar a informação inútil para o fim a que se destina, não só porque impossibilita uma atuação rápida da CVM que, assim, pode dar uma resposta oportuna e pedagógica ao mercado que regula, como também permite a prescrição punitiva do delito investigado²⁵⁵, ferindo de morte a segurança necessária à consecução das operações e investimentos realizados no MVM.

O presente capítulo, ao analisar a posição do STF em face dos deveres da CVM, vislumbra um embate entre a proteção da privacidade – um direito individual do cidadão - e a proteção da poupança popular – um dever do Estado frente à coletividade e pautado no interesse público.

comunicações telefônicas, salvo, no último caso, por ordem judicial, nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer para fins de investigação criminal ou instrução processual penal; (...)”.

²⁵³Cf. Parecer PGBC nº 261/2009.

²⁵⁴RE 461366/DF. Relator: Min. Marco Aurélio. Julgamento: 02.08.2007. Órgão Julgador: Primeira Turma.

²⁵⁵Diz a Lei nº 9.783/99: “Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

Entendemos que a solução dessa questão muito contribui para o funcionamento eficiente e regular do MVM e, conseqüentemente, para o crescimento da economia do país, justamente porque a realização de investimentos nas atividades produtivas requer, antes de tudo, a equidade e a segurança preconizadas pelo já citado *caput* do art. 5º da Constituição de 1988.

Por essa razão, propomos que o afastamento ou a inaplicabilidade do sigilo de dados, quando necessário à apuração oportuna de infrações graves cometidas no MVM, é juridicamente sustentável.

Ressalve-se que, no presente trabalho, a expressão *infrações graves* não se prende ao sentido a ela dado pelo § 2º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, que criou a CVM. Lá, infração grave é a que pode ser punida pela CVM com penas mais severas que advertência ou multa e, para tanto, deve assim ser definida em norma expedida pela Comissão.

Aqui, tomamos o termo para aludir à infração administrativa punível pela CVM que encerre uma conduta tipificada como crime, de modo que sua apuração, na esfera administrativa²⁵⁶, seja apta a gerar um processo penal e assim possa motivar o afastamento ou a inaplicabilidade do sigilo bancário ou do sigilo fiscal, conforme o caso.

Assim, o trabalho traz uma breve dissecação da literalidade do dispositivo constitucional em foco, um recorte de pontos em que a Lei Complementar nº 105/2001 admite o afastamento ou a inaplicabilidade do sigilo bancário, decisões do Supremo Tribunal Federal - STF envolvendo o tema, um pedido de quebra de

²⁵⁶ Ao ensejo, verifique-se o disposto no art. 12 da Lei nº 6.385/76, que estabelece: “quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.” No mesmo sentido vai o art. 9º da LC 105: “Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos”. Nesse contexto, merece nota a informação veiculada pelo jornal Valor Econômico na edição de 22.12.2011: “Uma das teses que começam a ser defendidas por advogados criminalistas nos inquéritos que apuram eventual uso de informação privilegiada no mercado de capitais é a de que a abertura de processos criminais não pode anteceder o fim do processo administrativo na Comissão de Valores Mobiliários”. Embora ainda não haja exemplo de acolhimento dessa tese pelo Poder Judiciário, o Valor Econômico lembra que “nos casos de infrações tributárias, há alguns anos a jurisprudência do Poder Judiciário é a de que é preciso aguardar o fim do processo administrativo para que seja iniciada uma possível ação penal”, indicando que a tese dos criminalistas tem espaço para evoluir.

sigilo bancário, feito pela CVM ao Poder Judiciário para apurar ilícito cometido no MVM, que transitou em julgado com decisão favorável do Tribunal Regional Federal da 2ª. Região – TRF, e o convênio, firmado entre Bacen e CVM, para intercâmbio de informações em prol do melhor desempenho das atividades de cada uma dessas entidades.

Por fim, o trabalho recorta da doutrina civil-constitucional elementos que iluminam o caminho da hipótese de interpretação constitucional ora adotada, a partir de uma análise do direito à privacidade.

3.2

Notas sobre o tratamento do sigilo bancário

3.2.1

Na Constituição

De início, cumpre destacar que *sigilo bancário* é uma expressão que não consta da Constituição de 1988, sendo forçoso reconhecer que sua estatura constitucional deriva necessariamente de interpretação.

Por outro lado, também se deve reconhecer que a discussão que envolve o instituto, tanto na doutrina como na jurisprudência, pauta-se essencialmente em interpretações dos incisos X, XII e XIV do art. 5º da Carta, que tratam, respectivamente, da inviolabilidade da intimidade e da vida privada (X), do sigilo da correspondência e das comunicações telegráficas, de dados e das comunicações telefônicas (XII), e do sigilo profissional (XIV).

Com efeito, Tércio Sampaio Ferraz Júnior²⁵⁷ dedicou-se à análise da inviolabilidade do *sigilo de dados*, onde reconhece que essa expressão não existia nas constituições brasileiras anteriores e credita à novidade da hipótese as dúvidas interpretativas que suscita.

Acrescenta-se à observação do autor, remetendo ao exposto no capítulo I, que o que ele chama de *dúvidas* pode ser traduzido como *possibilidades* de

²⁵⁷ FERRAZ JR., 2001.

interpretação, considerado o caráter dinâmico da interpretação constitucional, sempre sujeita à conjugação das forças políticas presentes no contexto em que se aplica a norma constitucional.

Nesse sentido, Tércio vincula o sigilo de dados constitucional ao sigilo bancário previsto no art. 38 da Lei 4.595/64, apontando que o objeto do sigilo bancário são as “operações ativas e passivas e serviços prestados”, nos expressos termos da citada lei, os quais, como já citado, permanecem em vigor no art. 1º da LC 105/2001.

Assim, como tais operações hoje são documentadas e armazenadas em bancos de dados, a doutrina e a jurisprudência estariam autorizadas a subsumir o sigilo bancário ao sigilo de dados de que fala a Constituição no seu art. 5º, XII.

Contudo, a expressão “dados”, constante do art. 5º, inciso XII, da CF/1988, mostrou-se imprecisa à luz dos autores que a examinaram em primeira mão. Celso Bastos e Ives Gandra²⁵⁸, por exemplo, entenderam por “dados”, não o objeto da comunicação, mas uma *modalidade tecnológica de comunicação*.

Já Manoel Gonçalves Ferreira Filho²⁵⁹, ao tratar do *sigilo de dados*, salientou que “o direito anterior não fazia referência a essa hipótese. Ela veio a ser prevista, sem dúvida, em decorrência do desenvolvimento da informática. Os dados aqui são os dados informáticos”, fundando sua afirmação não só no inciso XII, mas também no inciso LXXII do art. 5º da CF/1988, que institui o *habeas data*²⁶⁰.

Diante da manifesta vagueza do termo “dados”, contrastada com a importância que assume à medida em que a jurisprudência superior nele reconhece amparo constitucional ao sigilo bancário, ganha ainda maior relevância a dissecação da literalidade do indigitado inciso XII, desenvolvida por Tércio:

²⁵⁸ BASTOS e MARTINS, 1989, v. 2, p. 73.

²⁵⁹ FERREIRA FILHO, 1990, v. 1, p. 38.

²⁶⁰ Diz o dispositivo citado: “conceder-se-á *habeas-data*: a) para assegurar o conhecimento de informações relativas à pessoa do impetrante, constantes de registros ou bancos de dados de entidades governamentais ou de caráter público; b) para a retificação de dados, quando não se prefira fazê-lo por processo sigiloso, judicial ou administrativo”.

O sigilo, no art. 5º, inciso XII, da CF/1988, refere-se à *comunicação*, no interesse da defesa da privacidade. Isto é feito, no texto, em dois blocos: a Constituição fala em sigilo “da correspondência e das comunicações telegráficas, de dados e das comunicações telefônicas”. Note-se, para a caracterização dos blocos, que a conjunção *e* une correspondência com telegrafia, segue-se uma vírgula e, depois, a conjunção de dados com comunicações telefônicas. Há uma simetria nos dois blocos. Obviamente o que se regula é *comunicação* por correspondência, e telegrafia, *comunicação* de dados e telefonia. O que fere a inviolabilidade do sigilo é, pois, entrar na comunicação alheia, fazendo com que o que devia ficar entre sujeitos que se comunicam privadamente passe ao domínio de um terceiro. Ou seja, a inviolabilidade do sigilo garante, numa sociedade democrática, o cidadão contra a intromissão clandestina ou não autorizada pelas partes na comunicação entre elas, como, por exemplo, censura de correspondência, a figura do *hacker* etc. Por outro lado, se alguém elabora para si um cadastro sobre certas pessoas, com informações marcadas por avaliações negativas, e o torna público, poderá estar cometendo difamação, mas não quebra sigilo de dados. Se estes dados, armazenados eletronicamente, são transmitidos, privadamente, a um parceiro, em relações mercadológicas, para defesa do mercado (banco de dados), também não estará havendo quebra de sigilo. Mas se alguém *entra nesta transmissão*, como um terceiro que nada tem a ver com a relação comunicativa, ou por ato próprio ou porque uma das partes lhe cede o acesso sem o consentimento da outra, estará violado o sigilo de dados.

Assim, para Tércio, o objeto protegido pelo art. 5º, XII, da CF/1988 não são os dados em si, mas a sua comunicação. A troca de informações é que não pode ser violada por sujeito estranho à comunicação.

Visto desse ângulo, o art. 5º, XII, da CF/1988 admite apenas para a comunicação telefônica e, assim mesmo, só para fins de investigação criminal ou instrução processual penal, por ordem judicial, a quebra do sigilo, entendimento reforçado pela simples constatação de que, dos quatro meios de comunicação ali mencionados – correspondência, telegrafia, dados, telefonia – só o último se caracteriza pela instantaneidade, não deixando vestígios de seu conteúdo após encerrada, sendo necessária uma gravação, ou “grampeamento”, para que seu conteúdo possa ser verificado *a posteriori*.

Como isto é tecnicamente possível, o constituinte autorizou essa única exceção à inviolabilidade do sigilo de comunicação, mas não permitiu absolutamente²⁶¹ a entrada de terceiros na comunicação alheia, ainda que em nome do interesse público.

²⁶¹ Ressalve-se a previsão constitucional da restrição a esse direito em situações extremas, como o estado de defesa (art. 136, parágrafo 1º, I, b e c) e o estado de sítio (art. 139, III).

Essa proibição absoluta não significa, adverte Tércio, que, no interesse público, não se possa ter acesso, *a posteriori*, à identificação dos sujeitos e ao conteúdo das mensagens comunicadas, pois o que se veda em absoluto é a autorização judicial para interceptar correspondência, mas não para requerer a busca e apreensão de documentos.

Nesse sentido, solicitar ao juiz que permita à autoridade acesso à movimentação bancária de alguém não significa pedir para interceptar suas ordens ao banco (sigilo da comunicação), mas sim acesso a dados armazenados (sigilo da mensagem informada).

Note-se que a constitucionalização do sigilo bancário deduzida por Tércio não coincide com a do STF antes citada, que parece considerar o instituto genericamente como a proteção jurídica que reveste os registros contidos nos bancos de dados das instituições financeiras contra o livre acesso de terceiros, sem restringir essa proteção ao momento da comunicação ou transmissão desses dados.

Também a literalidade do dispositivo parece permitir a classificação dos fenômenos protegidos pelo sigilo em dois blocos, que difere da proposta por Tércio e acolhe a interpretação do STF de que os dados bancários se incluem no último caso previsto no inciso XII, qual seja, o do *sigilo de dados e das comunicações telefônicas*, em contraponto ao primeiro caso, do *sigilo da correspondência e das comunicações telegráficas*.

Assim, enquanto o sigilo da correspondência e das comunicações telegráficas é apresentado como absolutamente inviolável, o sigilo de dados (armazenados, e não apenas enquanto comunicados) e das comunicações telefônicas pode ser afastado por ordem judicial, desde que nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer, e somente para fins de investigação criminal ou instrução processual penal. Se assim não fosse, considerada apenas a literalidade do dispositivo, a expressão “comunicações” deveria preceder ao termo “dados”, assim como precede ao termo “telefônicas”.

Seguindo essa leitura, seriam três os requisitos para se afastar o sigilo de dados:

(i) – existência de um *processo penal* em fase de instrução *ou* de uma *investigação criminal* que a demande. Posta no texto constitucional como hipótese adicional à do processo penal, deve-se deduzir que a investigação criminal se desenvolve na esfera administrativa;

(ii) – existência de uma *lei* estabelecendo as hipóteses em que o acesso será permitido, bem como a forma; e

(iii) – existência de uma *ordem judicial* autorizando o acesso.

De todo modo, tanto em nossa leitura como na de Tércio, o texto constitucional não apresenta o sigilo bancário como absoluto, mas passível de afastamento mediante ordem judicial fundada em lei regulamentadora, aplicada a processo judicial ou procedimento administrativo, desde que o pedido que a originou auxilie na elucidação de um crime.

Ocorre que, nem a de Tércio, nem a nossa análise da literalidade do inciso XII do art. 5º da CFRB/88, foram capazes de afastar a necessidade de ordem judicial para o acesso, por uma entidade como a CVM, a informações protegidas pelo sigilo bancário. Remanesceria, portanto, o problema da morosidade que este caminho enseja, capaz de tornar a informação buscada inútil para o fim a que se destina.

Neste ponto, mostra-se oportuno o questionamento levantado por Tércio acerca do caráter absoluto da necessidade de autorização judicial, suas circunstâncias e limites.

Segundo o autor, é a análise do inciso X²⁶² do art. 5º, e não do inciso XII, que orienta os limites a serem respeitados nas informações transmitidas, na medida em que estes delimitam a *integridade moral* da pessoa.

Ao comentar tal dispositivo, Alexandre de Moraes²⁶³ assevera que os conceitos constitucionais de intimidade e vida privada apresentam grande

²⁶² Diz o dispositivo citado: “são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação”.

²⁶³ MORAES, 2006, p. 225.

interligação, mas se diferenciam dada a menor amplitude do primeiro, que se encontra no âmbito de incidência do segundo.

Assim, o conceito de intimidade diz respeito às relações subjetivas e de trato íntimo da pessoa humana, suas relações familiares e de amizade, enquanto o conceito de vida privada envolve todos os relacionamentos da pessoa, inclusive os objetivos, tais como relações comerciais, de trabalho, de estudo etc.

Nosso problema, então, é saber se as operações de crédito, ativas e passivas, e os serviços prestados por instituições financeiras, constituem o âmbito da *privacidade* da pessoa que envolve, estando, portanto, cobertos pela proteção constitucional. Sua solução demanda uma compreensão mais profunda desse instituto, obtida a partir do reconhecimento de sua origem e evolução.

Ao ensejo, Danilo Doneda²⁶⁴ anota que a noção de privacidade já podia ser identificada em outras épocas e outras sociedades, mas sua inserção no ordenamento jurídico se deu no final do século XIX, e suas atuais feições são mais recentes.

Alerta o autor que não havia lugar para a tutela jurídica da privacidade em sociedades anteriores, na medida em que estas derivavam sua regulação, em regra, de uma hierarquia social rígida. Para ele, o despertar do direito para a privacidade ocorreu quando a pessoa humana passou a ocupar um papel mais central no ordenamento jurídico, citando, como marco fundador da doutrina do direito à privacidade, o artigo de Samuel Warren e Louis Brandeis, *The right to privacy*, publicado em 1890 pela *Harvard Law Review*²⁶⁵.

Rodotà²⁶⁶, por sua vez, remete às distintas aspirações que moveram os “pais” da privacidade naquela oportunidade, fornecendo-nos os primeiros elementos para a identificação do caráter do instituto.

Warren, um conservador de cunho tradicional, mostrava-se interessado somente nos privilégios da alta burguesia, encarando com ressentimento a ação da imprensa à caça de escândalos políticos e mundanos. Brandeis, um liberal-

²⁶⁴ DONEDA, 2006, pp. 7-28.

²⁶⁵ WARREN e BRANDEIS, 1890, pp. 193-220.

²⁶⁶ RODOTÀ, 2008, p. 28.

progressista, ainda que preocupado com a privacidade das pessoas de maior projeção, enfatizava o dano que poderia derivar das indiscrições jornalísticas às minorias intelectuais e artísticas, podendo provocar a impopularidade destas²⁶⁷.

Rodotà percebe, nessa duplicidade de pontos de vista - abstraídas as especificidades da cultura jurídica americana - características que foram se definindo progressivamente nos debates sobre privacidade até nossos dias.

Seguindo essa orientação, Doneda cuida de traçar uma linha evolutiva do direito à privacidade.

Esta, em seus primórdios, era marcada por um individualismo exacerbado e mesmo egoísta, à feição de um “direito a ser deixado só”, o *right to be alone* mencionado pelo magistrado Thomas McIntire Cooley em 1988, no seu *Treatise of law of torts*²⁶⁸, que pode ser melhor traduzido pela expressão “direito a ser deixado em paz”.

Tal concepção foi sendo temperada por uma consciência de que a privacidade é um aspecto fundamental da realização da pessoa e do desenvolvimento de sua personalidade²⁶⁹, tanto que, após a Segunda Guerra, passou a compor tratados e convenções internacionais de direitos humanos que foram surgindo.

Sua primeira menção se deu em 1948, na Declaração Americana dos Direitos e Deveres do Homem. No mesmo ano, foi incluída na Declaração Universal dos Direitos do Homem, aprovada pela Assembleia Geral das Nações Unidas. Em 1950, constou da Convenção Europeia dos Direitos do Homem. Em 1969, estava presente na Convenção Americana dos Direitos do Homem, a “Carta de San José”. Mais recentemente, em 2000, foi destaque na Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia.

Mesmo hoje, consagrada como direito fundamental, a privacidade ainda conserva traços marcantes da concepção individualista que a originou. Ao ensejo, André Vitalis²⁷⁰ sublinha alguns caracteres do direito à privacidade que

²⁶⁷ WESTIN, 1970, p. 348.

²⁶⁸ COOLEY, 1988.

²⁶⁹ FERRI, 1985, p. 289.

²⁷⁰ VITALIS, 1988, p. 48.

denotariam sua concepção elitista, sugerindo que a função do instituto seria a proteção da propriedade de alguns poucos:

Cependant plus qu'il faut, le droit à la vie privée est resté de par les conditions matérielles minimales qu'il implique (conditions d'habitat, séparation lieu de travail, lieu de résidence...) le privilège d'une classe minoritaire. Ceci d'autant plus que la protection de l'intimité s'inspire directement des techniques visant à délimiter un droit de propriété exclusif.

De fato, a privacidade surgiu como um direito tipicamente burguês e no apogeu do liberalismo jurídico clássico (a segunda metade do século XIX). Por outro lado, com o passar do tempo, o crescimento do fluxo de informações foi evidenciando sua importância para a sociedade democrática como pressuposto de várias outras liberdades fundamentais. Tanto que o tratamento jurídico da privacidade, hoje, compreende um objeto muito mais complexo do que o isolamento ou a tranquilidade a que se referiam seus precursores.

Mas, sendo fruto do liberalismo, o direito à privacidade não escaparia ao caráter patrimonialista dos ordenamentos jurídicos produzidos sob essa influência, o que fez dele, por muito tempo, uma prerrogativa exercida apenas por extratos sociais específicos – em regra, a elite proprietária e intelectual²⁷¹.

Com efeito, Doneda observa, na história das demandas judiciais envolvendo esse direito, uma absoluta preponderância de lides promovidas por pessoas com projeção social ou patrimonial, daí deduzindo que a privacidade seria um apanágio de pessoas “de bem” – ou *de bens*.

Talvez a ponderação do autor mereça alguma mitigação, se considerarmos que (i) o poder econômico, e o acesso à informação dele decorrente, ampliam o acesso ao Poder Judiciário, sempre custoso e misterioso, qualquer que seja o direito reclamado, e (ii) que as pessoas com maior projeção social estão mais expostas; logo, mais sujeitas a ofensas à sua privacidade.

De todo modo, informa o autor que essa tendência perdurou até a década de 60, e sua inflexão coincidiu com a substituição do modelo de estado liberal

²⁷¹ DONEDA (2006, p. 11) ilustra tal fenômeno com uma coletânea de lides judiciais envolvendo o instituto da privacidade, desde o século XVIII, na Inglaterra, quando se reconhecia um *direito de propriedade* das informações privadas, até a metade do século XX, na Itália, período que marcou o início do reconhecimento ao *diritto a la riservatezza* naquele país.

pelo *welfare state*, que trouxe consigo o reconhecimento de direitos sociais atribuídos à classe trabalhadora, e com o crescimento do fluxo de informações, consequência do desenvolvimento tecnológico.

Enfim, não eram mais somente as figuras de grande relevo social que estavam sujeitas a ter sua privacidade ofendida, porém uma parcela muito maior da população, em uma gama de situações igualmente mais diversificada.

Tércio²⁷², por sua vez, destaca que o direito à privacidade é um direito subjetivo fundamental e, como direito subjetivo, dispõe de uma estrutura cujos elementos são o sujeito (o titular do direito), o conteúdo (a faculdade de resistir à violação de situações que, por dizerem respeito só a ele, deseja manter para si, ao abrigo de sua única e discricionária decisão) e o objeto, que é o bem protegido, podendo este ser uma coisa (no caso dos direitos reais) ou um interesse (no caso dos direitos pessoais), sendo que, no direito à privacidade, o objeto seria, essencialmente, a integridade moral do sujeito.

Tanto o conteúdo quanto o objeto desse direito, o autor os enxerga muito claros na Declaração Universal dos Direitos do Homem, de 1948, em que se lê: “Ninguém sofrerá intromissões arbitrárias em sua vida privada, na sua família, no seu domicílio ou na sua correspondência, nem ataques à sua honra e reputação. Contra tais intromissões ou ataques toda pessoa tem a proteção da lei”.

Isto posto, caberia a pergunta: em que sentido podem subsumir-se as operações ativas e passivas, e os serviços prestados pelas instituições financeiras, ao sigilo, ao âmbito objetivo do direito à privacidade? Enquadram-se, genericamente, na proteção constitucional à intimidade, à vida privada, à imagem e à honra, as operações ativas e passivas do cliente com o seu banco, bem como os serviços que este lhe presta?

Considera Tercio que estas relações dizem respeito primordialmente ao cliente e seu banco, mas sua pertinência usual ao âmbito privado não induz, necessariamente, ao terreno constitucional da privacidade. Afinal, nem tudo o que compõe o âmbito privado pertence ao âmbito da privacidade. Exemplifica com a aquisição de um imóvel que, realizada por escritura pública, ocorre no âmbito do

²⁷² FERRAZ JR., 2001.

direito privado, mas não pertence ao âmbito da privacidade, embora os motivos pessoais pelos quais alguém adquire a propriedade não possam ser devassados, pois pertencem à sua intimidade.

Nesse sentido, Tércio deduz que o fundamento da privacidade é a liberdade, não a propriedade, contrariando a origem do instituto, mas afirmando sua evolução. Com efeito, a privacidade não protege posses, propriedades, mas relações: de confiança, de lealdade, estratégicas, de proteção ao foro íntimo contra a curiosidade alheia.

Adverte o autor, no entanto, que não é simples subsumir os sigilos do mundo econômico à privacidade, pois estes tem um acentuado sentido de propriedade, mais do que de liberdade.

A faculdade de resistir ao devassamento (manter sigilo), conteúdo estrutural de diferentes direitos fundamentais, não é um fim em si mesma, parte indiscernível de um direito fundamental (uma espécie de direito fundamental da pessoa ao sigilo), mas um instrumento fundamental, cuja essência é a assessoriedade.

A análise de Tércio permite-nos perceber que o bem jurídico tutelado pelo direito ao sigilo pode decorrer da natureza da informação sigilosa. Se esta é de natureza patrimonial, seu sigilo pode estar protegendo, em última instância, o patrimônio (ou um acréscimo a este) do titular do direito. Se a informação for de natureza comportamental, relacionada, por exemplo, à vida sexual do titular do direito, seu sigilo pode estar protegendo a liberdade sexual da pessoa protegida.

A instrumentalidade desse direito requer, portanto, uma avaliação ponderada de seus fins, a chamada *Abwägung* (sopesamento) da dogmática constitucional alemã²⁷³. Ou seja, o posicionamento largamente difundido, na jurisprudência e na doutrina, de que o sigilo bancário é relativo, não se refere à privacidade das relações ou do foro íntimo, mas à instrumentalidade do sigilo.

Tudo isso mostra que, enquanto a Constituição garante a inviolabilidade do sigilo, o princípio do sopesamento exige que o intérprete saiba distinguir entre

²⁷³ GRABITZ, 1976, p. 5.

o devassamento que fere o direito à privacidade, no seu objeto, em relação com outros objetos de outros direitos.

Mostra também que o sigilo bancário, embora tenha a ver com privacidade, não conhece uma subsunção imediata na Constituição, embora esta, tendo em vista a inviolabilidade do direito à privacidade, exija do legislador a máxima cautela com a publicidade das relações privadas.

Isto nos conduz ao problema central do presente capítulo: a obrigação de sigilo imposta, em nome dessa cautela, às instituições financeiras, pode ser excepcionada?

Segundo Tércio, o problema conhecido como a possibilidade de quebra de sigilo bancário tem duas facetas: uma refere-se ao *fundamento objetivo*, isto é, em nome de que interesse a privacidade pode ser excepcionada; outra, ao *fundamento subjetivo*, isto é, quem pode excepcionar.

Ao ensejo, lembra o autor que, no início da década de 90, o Ministro Carlos Velloso, do STF, quando relator de decisão que tinha por objeto o sigilo bancário, não teve dúvidas em afirmar que não se tratava de “um direito absoluto, devendo ceder, é certo, diante do interesse público, do interesse da justiça, do interesse social”²⁷⁴.

Nesse mesmo sentido foi o inciso XXXIII do art. 5º, da Constituição de 1988, estabelecendo que “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.

Tércio ressalta esse dispositivo constitucional, dentre outros, por mostrar a preocupação do constituinte em buscar o equilíbrio entre *o público e o privado*, no que toca à obtenção de informações, afirmando que o interesse público “prevalece sobre o interesse privado se o sigilo deve ser mantido por razões públicas (segurança da sociedade e do Estado)”, mas “não prevalece contra o segredo profissional” (previsto, lembre-se, no art. 5º, XIV, da CF/88).

²⁷⁴ STF, Sessão Plenária, acórdão de 25.03.1992.

Tal assertiva merece um reparo, na medida em que adotamos como pressuposto – desenvolvido no capítulo I - que a Constituição positiva o interesse público, o que faz deste sempre prevalecente face ao interesse privado, seja por questão de princípio ou de hierarquia.

Assim, é de interesse público, ainda que tenha uma índole privada, o caráter absoluto do sigilo profissional, na medida em que é de interesse de toda a coletividade a divulgação, sem restrições, de notícias por parte dos veículos de mídia, assim como o resguardo de informações de caráter estritamente pessoal fornecidas pelas pessoas a seus médicos, em vista do princípio da dignidade de pessoa humana.

Quando se trata de comunicação por correspondência, telefonia, dados, telegrafia – prossegue Tércio - a prevalência do sigilo é absoluta, ressalvada a comunicação telefônica, que só pode ser devassada com autorização judicial e para fins de investigação criminal ou instrução processual penal (ou nas situações excepcionais de estado de sítio e de defesa, na forma prevista pelos artigos 136 a 139 da Constituição Federal).

Como antes dito pelo autor, esta prevalência é para qualquer tentativa de interceptação da comunicação, mas não para a requisição, *a posteriori*, de informações comunicadas.

Nesses casos, o sigilo não seria quebrado, mas “transferido” de órgão para órgão, mantendo-se, porém, perante outros²⁷⁵.

No que se refere ao sigilo bancário, esse posicionamento significaria que o sigilo é inviolável perante outros agentes privados (mercado), mas não perante autoridades obrigadas ao sigilo. É violável perante o mercado só mediante autorização judicial. A questão, porém, está longe de ser pacífica e envolve, nas discussões no STF, a existência de competência conferida diretamente pela Constituição.

Tércio, porém, discorda dessa posição, pautado na questão do fundamento subjetivo, isto é, de quem pode quebrar o sigilo, e numa reflexão sobre a privacidade como direito fundado na liberdade e não na propriedade.

²⁷⁵Nesse sentido, SARAIVA FILHO, 1995.

Para ele, se o fundamento da privacidade estivesse no direito de propriedade, faria sentido a tese de que, estando determinado órgão obrigado ao sigilo, a transferência de documento sigiloso a outro, igualmente obrigado ao sigilo, significaria apenas a transferência de posse do documento e, de resto, o sigilo estaria preservado.

Sucedee, porém, que, no entendimento de Tércio, aquele fundamento está no direito de liberdade, que incluiria o sigilo bancário na proteção legal da relação contra a intromissão indevida de terceiros que tivessem *outro interesse marcado pela parcialidade*, tese que, a nosso entender, não resistiria à hipótese de este interesse ser um interesse público constitucionalmente estabelecido.

Sem considerar o interesse público que a autoridade pública tem por dever perseguir, Tércio defende que o *princípio da exclusividade*, que domina a esfera privada, em confronto com o princípio da transparência, que domina a esfera pública, tendo a ver com a liberdade de omitir informação, permite que alguém possa ver garantido seu direito de outro sujeito privado qualquer, alheio a uma dada relação, não conhecer o conteúdo desta sem autorização de ao menos uma de suas partes, mas também de ficar calado perante a autoridade investigadora, ou de que informações de posse desta, porque obtidas ilegitimamente, não possam ser usadas contra ele.

Tércio identifica um fundamento jurisprudencial para seu entendimento em voto do Min. Velloso, do STF, pronunciado no julgamento do RE 215.301/CE²⁷⁶, que teve por tema a quebra de sigilo bancário pelo Ministério Público.

No referido voto, o Ministro defende que o sigilo bancário é direito que deve ceder “diante do interesse público, do interesse social, do interesse da justiça”, mas ressalva que “a quebra não pode ser feita por quem não tem o dever de imparcialidade”. Aprovado por unanimidade pela 2ª Turma (composta pelos Ministros Marco Aurélio, Maurício Corrêa, Nelson Jobim, ausente Néri da Silveira), o voto considerou que o Ministério Público, “por mais importantes que sejam suas funções, não tem a obrigação de ser imparcial”.

²⁷⁶ DJ 28.05.1999, RTJ 169/700.

A partir dessa decisão judicial, deduz Tércio que a exclusão de quem teria um interesse marcado pela parcialidade – desconsiderado, portanto, o compromisso superior do *parquet* com o interesse público²⁷⁷ - reafirma a hipótese de que só o juiz, por ter o dever da imparcialidade, é autoridade competente para a quebra de sigilo.

Ressalvas a essa competência exclusiva, assevera Tércio, só ocorrem ou porque a própria Constituição as faz em relação a alguma autoridade cuja competência inclui a do juiz (caso das CPIs do Congresso) ou porque, na sua materialidade, o outro interesse, em si próprio, não é parcial, mas é público e primariamente público.

De todo modo, Tércio verifica que o STF, na citada decisão, afirma que o sigilo bancário tem fundamento constitucional no direito à privacidade, nela estabelecendo, ainda que por apertada margem, que o Ministério Público, conquanto não tivesse, na Constituição, clara competência para exigir, sem autorização judicial, informação protegida pelo referido sigilo, poderia fazê-lo, desde que se tratasse de operação bancária envolvendo verbas públicas (MS 21.729/DF, rel. Min. Marco Aurélio, 05.10.1995).

Ou seja, a referida decisão do STF matizou a incompetência genérica (ninguém, salvo o Poder Judiciário e as CPIs) pelo princípio da publicidade (ressalvada a investigação sobre objeto de interesse público primário).

Destaca-se, sobretudo, que o julgado do STF trazido por Tércio buscou fundamento numa concepção de sigilo bancário como uma espécie de privacidade. O autor fez questão de ressaltar, no entanto, que seu entendimento não chega a tanto. Embora admita que o sigilo bancário constitui objeto relevante para a esfera da privacidade, entende que este deve ser submetido às relatividades próprias da exigência instrumental de sigilo.

Impõe-se, assim, o exame de outras decisões do STF envolvendo o tema.

²⁷⁷ Compromisso este pautado pelo art. 127 da Constituição de 1988, que resume as funções essenciais da entidade, nos seguintes termos: “O Ministério Público é instituição permanente, essencial à função jurisdicional do Estado, incumbindo-lhe a defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais indisponíveis.”

3.2.2

No STF

Ao focarmos o período posterior à promulgação da Constituição de 1988, verificamos que o tratamento do sigilo bancário, no âmbito do STF, tem oscilado menos quanto ao seu rigor e mais quanto ao dispositivo constitucional eleito para acolhê-lo.

Desde o início da vigência da atual Carta, o STF se mostra restritivo acerca da possibilidade de quebra do sigilo bancário. Um primeiro exemplo é encontrado em posicionamento do Ministro Celso de Mello, datado de 1993, enfatizando que a decretação da quebra dessa modalidade de sigilo deve ser vista como *excepcional*, e pautada no inciso X do art. 5º da Constituição Federal:

A quebra do sigilo bancário – ato que se reveste de extrema gravidade jurídica e cuja prática pressupõe, necessariamente, a competência do órgão judiciário que a determina – só deve ser decretada, e sempre em caráter de absoluta excepcionalidade, quando existentes fundados elementos de suspeita que se apoiem em indícios idôneos, reveladores de possível autoria de prática delituosa por parte daquele que sofre a investigação penal realizada pelo Estado (PET. 577-QO, Rel. Min. Carlos Velloso, *DJU* de 23.04.1993). A relevância do direito ao sigilo bancário – que traduz, na concreção do seu alcance, uma das projeções realizadoras do direito à intimidade – impõe, por isso mesmo, cautela e prudência ao órgão competente do Poder Judiciário (o Supremo Tribunal Federal, no caso) na determinação da ruptura da esfera de privacidade individual que o ordenamento jurídico, em norma de salvaguarda, pretendeu submeter à clausula tutelar de reserva constitucional (CF, art. 5º, X).²⁷⁸

Cinco anos mais tarde, em 1998, temos o STF enaltecendo a *relatividade* do sigilo bancário diante de relevante razão de interesse público, além de acrescentar, ao inciso X, o inciso XII do art. 5º da CF/88 como seu fundamento constitucional. Trata-se de voto do Ministro Ilmar Galvão que autorizou a quebra de sigilo bancário em caso envolvendo malversação de verba pública:

²⁷⁸ Voto do Ministro-relator Celso de Mello – Recl. nº 511-9/PB – Ementário STF nº 1800-01 – p. 88.

É legítima a quebra do sigilo bancário quando há interesse público relevante, como o da investigação fundada em suspeita razoável de infração penal. Com base nesse entendimento e afirmando que o art. 38, parágrafo 1º, da Lei nº 4.595/64 – que autoriza a quebra do sigilo bancário quando ordenada pelo Poder Judiciário –, foi recepcionado pela CF/88 (art. 5º, X, XII), a Turma manteve acórdão do STM confirmatório de decisão do juiz auditor que determinara a quebra do sigilo bancário dos recorrentes para fim de se apurar ilícitos administrativos decorrentes de compra de material médico-hospitalar no Hospital Central do Exército.²⁷⁹

Um ano mais tarde, em 1999, o STF novamente menciona apenas o inciso X do art. 5º da CF/88 como fundamento constitucional do sigilo bancário, desta feita ressaltando que seu afastamento depende de fundamentação na legislação infraconstitucional que regulamenta a hipótese. Em decisão conduzida por voto do Ministro Carlos Velloso, embora reconheça que o sigilo bancário não é direito absoluto e deve ceder diante do interesse público, não permite sua quebra:

EMENTA: - CONSTITUCIONAL. SIGILO BANCÁRIO: QUEBRA. ADMINISTRADORA DE CARTÕES DE CRÉDITO. CF, art. 5º, X. I. - Se é certo que o sigilo bancário, que é espécie de direito à privacidade, que a Constituição protege art. 5º, X não é um direito absoluto, que deve ceder diante do interesse público, do interesse social e do interesse da Justiça, certo é, também, que ele há de ceder na forma e com observância de procedimento estabelecido em lei e com respeito ao princípio da razoabilidade. No caso, a questão foi posta, pela recorrente, sob o ponto de vista puramente constitucional, certo, entretanto, que a disposição constitucional é garantidora do direito, estando as exceções na norma infraconstitucional. II. - R.E. não conhecido.²⁸⁰

Considerando especificamente o problema do sigilo bancário em face da atuação da CVM, a decisão mais significativa do STF se deu em acórdão que, em 03.08.2007, desproveu o Recurso Extraordinário 461366/DF, interposto pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de acessar dados bancários de um diretor de banco estadual, cuja ementa é a seguinte:

²⁷⁹ STF – RMS nº 23.002/RJ – 1ª T. – Rel. Min. Ilmar Galvão, decisão: 02.10.1998. *Informativo STF* nº 126.

²⁸⁰ RE 219780/PE. Relator: Min. CARLOS VELLOSO. Julgamento: 13.04.1999. Órgão Julgador: Segunda Turma. Publicação no *DJ* de 10.09.1999, p. 23.

SIGILO DE DADOS. ATUAÇÃO FISCALIZADORA DO BANCO CENTRAL – AFASTAMENTO – INVIABILIDADE. A atuação fiscalizadora do Banco Central do Brasil não encerra a possibilidade de, no campo administrativo, alcançar dados bancários de correntistas, afastando o sigilo previsto no inciso XII do art. 5º da Constituição Federal.

Ao ensejo, asseverou o voto do Relator, Ministro Marco Aurélio:

Quanto à matéria de fundo, o Banco Central articula com o disposto no inciso X do artigo 5º da Carta da República na contramão, ou seja, para ver proclamada, não a preservação da intimidade, da vida privada, da honra e da imagem das pessoas, mas a possibilidade de ter-se a colocação, em segundo plano, sob tal ângulo, do sigilo de dados. O preceito regedor da espécie, considerado o sistema da Constituição Federal, é o do inciso XII do mencionado artigo. Surge como regra o sigilo de dados, somente podendo ocorrer o afastamento por ordem judicial e, mesmo assim, visando à investigação criminal ou instrução processual penal.

Nessa decisão, o STF toma apenas o inciso XII do art. 5º da CF/88 por fundamento constitucional do sigilo bancário, afasta expressamente a incidência do inciso X ao caso e aplica a letra do inciso XII como regulamentação única e estrita das hipóteses de quebra dessa modalidade de sigilo, dispensando desse mister a legislação infraconstitucional, cuja orientação fora considerada imprescindível na decisão de 1999, antes citada.

Do inteiro teor do referido acórdão se extrai, ainda, que a condição de diretor de instituição financeira sustentada pelo investigado, embora expressamente reconhecida pelos membros da Corte, não foi considerada suficiente para permitir ao Bacen o acesso às suas contas correntes.

Dessa maneira, o STF parece ter desconsiderado o disposto no inciso I do § 1º do art. 2º da LC 105, segundo o qual “o sigilo, inclusive quanto a contas de depósitos, aplicações e investimentos mantidos em instituições financeiras, não pode ser oposto ao Banco Central do Brasil no desempenho de suas funções de fiscalização, compreendendo a apuração, a qualquer tempo, de ilícitos praticados por controladores, administradores, membros de conselhos estatutários, gerentes, mandatários e prepostos de instituições financeiras”.

Inobstante a clareza com que o referido dispositivo legal regula a hipótese em tela, este não foi citado sequer uma vez ao longo do extenso debate que o caso suscitou entre os ministros²⁸¹, sendo de se cogitar se o STF, assim, não estaria tacitamente realizando uma espécie de controle de constitucionalidade de ofício – possibilidade controversa²⁸², vez que não admitida expressamente pela Constituição, sendo de se salientar, ademais, que o mencionado dispositivo não foi objeto de ADIn.

Por outro lado, o referido julgado foi oportunidade para o alentador voto da Ministra Cármen Lúcia que, embora não se contrapondo à decisão proposta pelo Relator, traz um posicionamento que ilumina um novo caminho para o STF ao examinar o tema em casos futuros. Segue sua transcrição resumida:

A jurisprudência do Supremo é reiterada, até de uma forma pouco compreensível, na intimidade, não é nem na privacidade, pois é algo que, academicamente, há distinção, porque privacidade é não tornar público. É claro que não é intimidade da empresa, porque intimidade vem de íntimo, de alma, e empresa não tem alma. E, nesses termos, realmente, há uma impossibilidade. A privacidade é porque não se dá a público; o contrário de privacidade é publicidade. Quer dizer, não é que seja absoluta nem pode ser um motivo para outrem. (...) Já deixei expresso, aqui, que distingo, no inciso X do art. 5º, para os efeitos do sigilo bancário e fiscal, o que os portugueses distinguiram entre segredos do ‘ser’ e segredos do ‘ter’. Segredos do ‘ser’ são, sim, absolutos na Constituição. O que você é, pensa e sente são segredos absolutos resguardados na Constituição, porque dizem respeito à vida e à dignidade de cada um. Isso já foi até trazido ao Supremo, por exemplo, em casos de doenças, a pessoa é obrigada, para um emprego, a fazer um exame e o resultado é dado a público ou vaza de uma empresa para outra. Isso é absoluto, porque a pessoa pode querer ou não divulgar sua condição.

Segredo do “ter” é algo que veio surgir no Estado Moderno, com a exacerbação do individualismo. Em Portugal, herdamos ainda, até o início do século passado, o que era chamado romanticamente de “bens ao luar”: todo aquele que fosse exercer um cargo público teria que mostrar os seus bens, porque aquilo era o que se punha às claras para saber quem iria para os cargos públicos. Nesse trabalho, analisei como, antes, tudo tinha que ser mais claro; e, hoje, brigamos pela transparência. (...) Acho que os segredos do ter são relativos. (...) Na segunda metade do século passado, (...) a sociedade mudou, os crimes mudaram e, também, a forma de praticá-los. (...) Houve um alargamento, porque, na hora que um banco tem seus dados e pode passar a outro banco, (...) acabou aquela idéia inicial de que o sigilo era absoluto. (...) Isso para dizer que, de um lado, não tenho

²⁸¹ É o que se verifica em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=544145>, onde se encontra disponível o inteiro teor do referido Acórdão (último acesso em 01.10.2013).

²⁸² Sobre o assunto, GUSSON, 2008.

apreço algum por sigilo bancário e penso que a sociedade, principalmente, perde muito quando os crimes são cometidos da forma feita, passando os bens para o irmão, ou para outra pessoa, não se podendo quebrar o sigilo, não se chega a lugar algum.

Ora, o referido voto aponta que o sigilo bancário não pode ser usado para obstar o esclarecimento de crimes graves, não devendo ser objeto de proteção constitucional nesses casos. Ademais, o entendimento nele trazido se coaduna com os ensinamentos colhidos das lições do Prof. Rodotà, expostas adiante.

Por fim, merece menção uma decisão bem recente do STF, que examina pedido de quebra de sigilo bancário feito pelo Tribunal de Contas da União – TCU. Da lavra do Ministro, hoje Presidente do STF, Joaquim Barbosa, esta retoma o inciso X como fundamento constitucional do sigilo bancário e se destaca por sustentar-se em dispositivo legal que ela própria reconhece estar revogado.

EMENTA: MANDADO DE SEGURANÇA. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. QUEBRA DE SIGILO BANCÁRIO. IMPOSSIBILIDADE. SEGURANÇA CONCEDIDA. O Tribunal de Contas da União, a despeito da relevância das suas funções, não está autorizado a requisitar informações que importem a quebra de sigilo bancário, por não figurar dentre aqueles a quem o legislador conferiu essa possibilidade, nos termos do art. 38 da Lei 4.595/1964, revogado pela Lei Complementar 105/2001. Não há como admitir-se interpretação extensiva, por tal implicar restrição a direito fundamental positivado no art. 5º, X, da Constituição. Precedente do Pleno (MS 22801, rel. min. Menezes Direito, DJe-047 de 14.03.2008.) Ordem concedida.²⁸³

Pois bem. Dessa coletânea de decisões do STF, que examinam pedidos de quebra de sigilo bancário em diferentes momentos da história da vigência da Constituição de 1988, é possível identificar uma tendência bem marcada.

Esta aponta para uma visão restritiva do STF acerca das possibilidades de quebra dessa modalidade de sigilo e desvenda que, ao longo desses 25 anos de vigência da Constituição de 1988, o STF nunca deixou de confirmar a necessidade de autorização do Poder Judiciário para a quebra do sigilo bancário, e mais, sempre se reconhecendo como última instância para o trato da questão, posto que jamais colocou em dúvida o caráter constitucional do instituto.

²⁸³ MS 22.934/DF. Relator: Min. Joaquim Barbosa. Julgamento: 17.04.2012. Órgão julgador: 2ª Turma.

O posicionamento do STF faz dos pedidos de quebra de sigilo bancário ao Poder Judiciário algo a ser definitivamente decidido muito tempo depois de feito o pedido, tendo em vista a notória morosidade do Judiciário brasileiro, o que vem a comprometer a eficácia da própria norma constitucional que prevê a possibilidade de quebra do sigilo para a investigação de crimes, dados os prazos prescricionais e as dificuldades operacionais decorrentes do tempo que se leva para a obtenção de informações fundamentais para a solução de crimes graves, deixando toda a sociedade à mercê de interesses escusos.

É o que se evidencia no exemplo a seguir.

3.2.3

No TRF

Nessa esfera encontramos um exemplo emblemático do efeito da exigência de ordem judicial para afastamento do sigilo bancário numa investigação de infração grave no âmbito da CVM.

Em 1998, a CVM ingressou na Justiça Federal com um pedido visando a obtenção de documentos protegidos pelo sigilo bancário para instruir inquérito administrativo com o escopo de apurar responsabilidades pela prática de ilícitos no âmbito do mercado de valores mobiliários.

A ordem judicial que autorizou o acesso aos citados documentos foi obtida²⁸⁴, mas somente em 27.03.2007, passados cerca de nove anos do pedido inicial.

Atestam os registros contidos nos *websites* da Justiça que a CVM raramente apresentou pedido dessa natureza ao Judiciário, desestimulada pela costumeira delonga das soluções, considerando-se que o prazo de nove anos para o trânsito em julgado de uma questão que envolve norma constitucional infelizmente é corriqueiro, valendo observar que, no caso mencionado, a matéria sequer chegou ao STF.

²⁸⁴Apelação Cível nº 99.02.14651-1.

Exemplos como este indicam que a exigência de ordem judicial para a obtenção de informações necessárias à investigação de ilícitos de natureza financeira pode simplesmente inviabilizar essa investigação, na medida em que favorece o advento da prescrição da punibilidade dessas infrações e, conseqüentemente, sua impunidade.

Tal impasse, em boa medida, é dirimido pela legislação vigente, que não considera quebra de sigilo bancário a transferência, entre órgãos da administração pública, de informações envolvendo a movimentação financeira de pessoas investigadas com vistas à apuração de ilícitos havidos no âmbito do MVM, desde que o dever de sigilo (fiscal, não bancário) seja mantido pelo órgão recebedor das informações, sendo certo que sigilo bancário é aquele devido pelas instituições financeiras, nos termos da lei a seguir esmiuçada.

3.2.4

Na Lei Complementar 105

A Lei Complementar 105, de 10 de janeiro de 2001 (LC 105), que veio, nos termos de sua ementa, *dispor sobre o sigilo das operações de instituições financeiras*, estabeleceu um regime para o tratamento do sigilo bancário, ao abranger as operações entre instituições financeiras e aquelas em que tais instituições atuam como prestadoras de serviços a seus clientes²⁸⁵.

Após o enunciado da regra geral, a LC 105 identifica suas exceções, que não caracterizam violação ao dever de sigilo previsto no art. 1º. Com efeito, o § 3º do mesmo artigo apresenta um rol de seis situações que, nos seus próprios termos, “não constituem violação do dever de sigilo”.

Uma delas é a “revelação de informações sigilosas com o consentimento expresso dos interessados”, expressa no inciso V do § 3º do art. 1º da LC 105. É fato que esta não regula o objeto principal do presente trabalho, já que

²⁸⁵ Lembrando o teor do caput de seu art. 1º: “As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados”.

difícilmente um investigado por ilícito de natureza financeira consentiria em revelar suas operações, a não ser que estas revelassem sua inocência, situação em que o sigilo bancário, enquanto óbice à investigação, simplesmente não existiria.

Tal hipótese merece reflexão, pois denota que o sigilo bancário não se baseia na propriedade da informação, como já salientara Tércio, e nem na liberdade do indivíduo, esta última apontada pelo autor como o fundamento do instituto. Ao contrário, a lei enfatiza o *interesse social* que a questão envolve.

Com efeito, nesse dispositivo, a lei consagra o direito ao consentimento, ao qual o estudo da obra de Rodotà, aqui tomada por referência, dedica uma seção, intitulada “renascimento do consentimento”.

Nela, Rodotà destaca a evolução da definição de privacidade, desde a tradicional “direito a ser deixado só”, a uma definição mais recente, “direito do indivíduo de escolher aquilo que está disposto a revelar aos outros”.

Acrescenta o autor, contudo, uma oportuna crítica ao “caráter unidimensional” do *direito ao consentimento*. Rodotà considera que este trataria a circulação de informações unicamente em sua *dimensão proprietária*, isto é, como propriedade exclusiva do interessado, que assim poderia negociar livremente sua cessão.

O direito ao consentimento abandonaria, por conseguinte, a sua outra dimensão, ligada às consequências sociais, e para o próprio interessado, da circulação de determinadas informações pessoais, problema que, aponta o autor, deve ser enfrentado considerando valores diversos dos puramente proprietários²⁸⁶.

Já o § 4º do art. 1º da LC 105 estabelece que “a quebra de sigilo poderá ser decretada, quando necessária para apuração de ocorrência de qualquer ilícito, em qualquer fase do inquérito ou do processo judicial, e especialmente nos seguintes crimes: (...)”.

²⁸⁶ RODOTÀ, 2008, pp. 74-76.

Tendo em vista o escopo do presente trabalho, do rol desse parágrafo pinçamos o crime previsto no inciso V – *contra o sistema financeiro nacional*. Isto porque a Lei 7.492/86, também conhecida como lei do colarinho branco, define pelo menos um crime cuja conduta típica coincide com a de infração administrativa apurada pela CVM.

É o caso do crime previsto em seu art.7º, “emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados”, conduta que também infringe o art. 19 da Lei 6.385/76: “Nenhuma oferta pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão (de Valores Mobiliários)”.

Note-se que a própria lei do colarinho branco reconhece esse fenômeno, ao estabelecer, no § único do art. 26, que

(...) sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização.

E, no art. 28, que

(...) quando, no exercício de suas atribuições legais, o Banco Central do Brasil ou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM verificarem a ocorrência de crime previsto nesta lei, disso deverá informar ao Ministério Público Federal, enviando-lhe os documentos necessários à comprovação do fato.

Desses destaques, pode-se inferir que os inquéritos conduzidos pela CVM, a despeito de estarem circunscritos à esfera administrativa, por vezes acabam por ensejar a investigação de crimes.

Já o art. 2º da LC 105, ao mesmo tempo em que diz, no *caput*, que “o dever de sigilo é extensivo ao Bacen em relação às informações que obtiver no exercício de suas atribuições”, firma, no § 1º, que “o sigilo, inclusive quanto a contas de depósitos, aplicações e investimentos mantidos em instituições financeiras, não pode ser oposto ao Banco Central do Brasil” em duas

emblemáticas situações: quando estiver apurando infrações cometidas por controladores e administradores de instituições financeiras (inciso I) e em inquéritos envolvendo instituições financeiras submetidas a regime especial (inciso II)²⁸⁷.

Desse dispositivo se extrai que o Bacen, quando estiver realizando, não uma investigação qualquer, mas apurando especificamente infrações cometidas por controladores e administradores de instituições financeiras, ou em inquéritos envolvendo instituições financeiras submetidas a regime especial, poderá ter acesso a dados protegidos pelo sigilo bancário, independentemente de ordem judicial, até porque ele também tem o dever de manter em sigilo tais dados.

Indo além, o § 3º do artigo 2º da LC 105 estende “o disposto neste artigo” à CVM, “quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários, inclusive nas instituições financeiras que sejam companhias abertas”.

A leitura do parágrafo, colmatada com a do artigo em que o insere indica que, quando se tratar de apuração, pela CVM, de ilícitos cometidos por *controladores ou administradores de instituições que realizam operações e serviços no mercado de valores mobiliários*, os dados bancários dos investigados devem ser franqueados àquela autarquia, independentemente de ordem judicial.

Tais hipóteses legais, é forçoso reconhecer, alargam o alcance estabelecido pelo inciso XII do art. 5º da Constituição de 1988, se o tomarmos como a orientação definitiva da questão, a exemplo da citada decisão do STF de 2007;

²⁸⁷ O regime especial a que se refere a LC 105 é definido pelo art. 1º do Decreto-Lei 2321/87: “Art. 1º O Banco Central do Brasil poderá decretar regime de administração especial temporária, na forma regulada por este decreto-lei, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais, autorizadas a funcionar nos termos da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, quando nelas verificar: a) prática reiterada de operações contrárias às diretrizes de política econômica ou financeira traçadas em lei federal; b) existência de passivo a descoberto; c) descumprimento das normas referentes à conta de Reservas Bancárias mantida no Banco Central do Brasil; d) gestão temerária ou fraudulenta de seus administradores; e) ocorrência de qualquer das situações descritas no artigo 2º da Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974. Parágrafo único. A duração da administração especial (será) fixada no ato que a decretar, podendo ser prorrogada, se absolutamente necessário, por período não superior ao primeiro.”

senão por dispensar ordem judicial, por abarcar, ao menos em tese, situações em que as infrações apuradas não configurariam crimes. Não obstante, vale salientar que até a conclusão do presente trabalho (outubro de 2013), nem o § 1º, nem o § 2º do art. 3º da LC 105 foram questionados em Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIn).

O mesmo não ocorre com os artigos 5º e 6º da LC 105. O primeiro confere ao Poder Executivo a prerrogativa de disciplinar “os critérios segundo os quais as instituições financeiras informarão à administração tributária da União as operações financeiras efetuadas pelos usuários dos seus serviços”, isto é, dispensando ordem judicial nesse sentido.

O segundo permite aos agentes fiscais tributários acesso “a contas de depósitos e aplicações financeiras, quando houver processo administrativo instaurado ou procedimento fiscal em curso e tais exames sejam considerados indispensáveis pela autoridade administrativa competente”. Sem ordem judicial, portanto.

Talvez por ferirem interesses mais urgentes (pagamento de tributos, e não investigação de ilícitos que podem tardar a chegar a uma decisão definitiva), esses dois artigos são objeto de diversas ADIn²⁸⁸, ainda não definitivamente julgadas.

Por fim, o art. 7º da LC 105 estabelece que, “sem prejuízo do disposto no § 3º do art. 2º, a CVM poderá solicitar à autoridade judiciária competente o levantamento do sigilo junto às instituições financeiras de informações e documentos relativos a bens, direitos e obrigações de pessoa física ou jurídica submetida ao seu poder disciplinar”.

Tal comando, de alcance mais geral que o do § 3º do art. 2º, embora contemple a necessidade da ordem judicial prevista na Constituição, cuida de ressaltar aquele dispositivo, que dispensa a ordem judicial em hipóteses abrangentes, as quais, no entanto, não superam em eficácia a troca de informações

²⁸⁸ Trata-se das ADIn n.ºs 2386, interposta pela Confederação Nacional do Comércio; 2390, interposta pelo Partido Social Liberal; e 2397, interposta pela Confederação Nacional da Indústria, dentre outras.

entre entidades do Poder Público, cujo exemplo mais marcante para o objetivo do presente trabalho é a seguir tratado.

3.2.5

No Convênio Bacen x CVM

CVM e Bacen assinaram, em 28.10.2010²⁸⁹, um convênio para “intercâmbio de informações referentes às atividades desempenhadas nos mercados financeiro e de capitais”²⁹⁰, que estabelece, em sua cláusula quarta, o seguinte:

Na forma prevista no art. 28 da Lei 6.385, de 1976²⁹¹, e na Lei Complementar 105, de 2001, o BACEN e a CVM manterão permanente intercâmbio de informações, ainda que protegidas pelo sigilo bancário, tanto as que resultem de seus próprios atos, quanto as que tenham obtido ou possam obter no exercício de suas atribuições legais.

No entanto, a despeito da autorização legal, e do reconhecimento, também legal²⁹², de que a troca de informações sigilosas entre essas entidades não caracterizaria quebra, mas transferência do dever de sigilo, tal convênio tardou a se traduzir em efetivo acesso, pela CVM, a informações protegidas por sigilo bancário detidas pelo Bacen.

Isto se deveu a um entendimento anteriormente adotado pelo Bacen²⁹³ segundo o qual o Bacen só poderia fornecer informações sigilosas à CVM, independentemente de ordem judicial, num âmbito de *fiscalização de operações e*

²⁸⁹ Essa é a data de assinatura do convênio mais recente. Há um anterior, com o mesmo objetivo, assinado em 05.07.2002 e também em vigor, que foi reformulado pelo atual.

²⁹⁰ Nos termos da alínea c da cláusula primeira do convênio.

²⁹¹ Diz o dispositivo citado: “Art. 28. O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários. Parágrafo único. O dever de guardar sigilo de informações obtidas através do exercício do poder de fiscalização pelas entidades referidas no ‘caput’ não poderá ser invocado como impedimento para o intercâmbio de que trata este artigo.” Tanto o caput como o parágrafo único foram acrescentados pela Lei 10.303, de 31.10.2001, numa intervenção que parece ter vindo para deixar claro que o dito intercâmbio, previsto desde a redação original da Lei 6.385/76, deveria abranger informações protegidas por sigilo.

²⁹² É o que se depreende do próprio art. 2º da LC 105 que, a um só tempo, impõe que Bacen e CVM devam manter o sigilo das informações que obtiverem, e que tal sigilo não pode ser oposto a essas entidades, nas hipóteses que especifica.

²⁹³ Conforme Parecer PGBC 261/2009.

serviços no mercado de valores mobiliários, a teor do disposto no § 3º do art. 2º da LC 105, que traz essa expressão, na oportunidade interpretada de maneira mais restritiva.

De acordo com essa interpretação, se a CVM pretendesse utilizar tais informações em inquérito administrativo, ou seja, em procedimento de apuração de infrações, entendia o Bacen ser necessária a autorização judicial, tendo em vista o disposto no *caput* do art. 7º da LC 105, segundo o qual, instaurado inquérito administrativo, a CVM deverá buscar ordem judicial se necessitar do afastamento do sigilo bancário.

Tal interpretação, *data venia*, continha ao menos duas incongruências.

A primeira porque, buscando afastar uma alegada antinomia entre o § 3º do art. 2º e o *caput* do art. 7º da LC 105, forjava uma diferença entre “fiscalização” e “inquérito” que, se levada às suas últimas consequências, impediria a utilização, no inquérito, das informações sigilosas obtidas na fiscalização, tirando desta última sua razão de existir. Por essa razão, fere a lógica o inquérito não ser considerado uma fase da fiscalização, ou uma espécie desse gênero.

Ademais, é preciso notar que, das duas hipóteses trazidas pelo § 1º do art. 2º da LC 105 em que o sigilo não pode ser oposto ao Bacen, uma é “apuração de ilícito” e a outra é “inquérito”. Ora, se o art. 2º estende sua aplicação à CVM, como considerar que esta não pode utilizar as informações obtidas em procedimentos de apuração de ilícitos, ordinariamente denominados *inquéritos*?

A segunda porque a diferenciação entre esses termos não é necessária para afastar uma eventual antinomia entre as normas em comento, pois o § 3º do art. 2º só deve ser aplicado à fiscalização da conduta de controladores e administradores das entidades submetidas ao crivo da CVM, enquanto o *caput* do art. 7º tem aplicação residual, dirigindo-se aos demais casos, como o próprio dispositivo faz questão de enfatizar, ao dizer-se aplicável “sem prejuízo do disposto no § 3º do art. 2º”.

De todo modo, independentemente de qualquer reparo que se possa fazer à interpretação mencionada, uma nova interpretação do convênio firmado entre

Bacen e CVM para intercâmbio de informações, adotada pelo Bacen, acabou por permitir a utilização de informações protegidas pelo sigilo bancário na apuração de infrações graves cometidas no MVM brasileiro.

Com efeito, o Parecer Jurídico 146-e/2012 – BCB/PGBC – mudou a posição antes adotada pelo Banco Central do Brasil. Embora enfatize que a CVM possa requerer diretamente das instituições financeiras as informações protegidas pelo sigilo bancário - o que configuraria quebra desse sigilo, nos termos legais – o referido Parecer, ora adotado pelo Bacen como orientação a ser seguida pela entidade como um todo, também admite a transferência dessas informações para a CVM, o que, nos termos da lei, não configura quebra de sigilo, na medida em que se considera que o dever de sigilo – não o bancário, mas o fiscal - se transfere ao órgão recebedor da informação.

3.3

Um ponto de vista do direito civil constitucional

Em estudos recentes, Stefano Rodotà vislumbra uma transformação da amplitude da noção de privacidade, apontando uma tendência, verificável em praticamente todos os países atualmente, que mostra uma distância crescente entre a tutela concedida àquelas que se podem chamar, em sentido amplo, ‘opiniões’ de um sujeito e outras características e costumes seus, e a garantia reconhecida aos dados relacionados à sua atividade econômica.

Esta última tende a se enfraquecer, determinando uma verdadeira inversão da escala de valores na qual foi até agora inspirada, na maior parte dos casos, a disciplina da privacidade.

Rodotà demonstra sua afirmação informando que, nos seis primeiros censos feitos nos Estados Unidos (1790-1840), o problema da privacidade das informações aparecia somente em relação aos dados que envolvessem a atividade econômica de seus titulares.

Trata-se, como já se acenou em seção anterior, de uma consequência óbvia da estrutura global dos sistemas jurídicos burgueses, nos quais o reconhecimento formal dos direitos da personalidade foi traduzido principalmente na garantia acentuada da propriedade, compreendida de fato como a máxima projeção dos direitos individuais de liberdade.

Rodotà defende, no entanto, que o privilégio reservado às informações econômicas, sob o perfil do sigilo, constitui-se em um instrumento que reforça a posição dos proprietários e empreendedores que, desta forma, ficam livres de controles contínuos e substanciais por parte da coletividade²⁹⁴.

É possível notar que, tanto a posição da Ministra Carmen Lúcia - ilustrada com o exemplo histórico de Portugal - como a do Prof. Rodotà - ilustrada com o exemplo histórico, em sentido inverso, dos Estados Unidos - apontam para uma mesma conclusão: a necessidade de redução do sigilo de dados de natureza econômica.

Rodotà informa que esta é uma tendência geral no mundo contemporâneo. Tanto que desenha, a partir da observação da realidade atual, o que ele chama de “núcleo duro” da privacidade, composto pelos dados relativos a opiniões políticas, sindicais ou de qualquer outro gênero, fé religiosa, raça, saúde, hábitos sexuais. Fora do núcleo encontra-se a circulação de informações pessoais de conteúdo econômico²⁹⁵.

Em contrapartida, analisando as linhas da evolução legislativa recente, Rodotà vê emergir uma forma explícita de sigilo administrativo que tende a limitar drasticamente, ou mesmo a excluir a circulação de informações de um aparato público a outro, técnica utilizada pelo *Secrecy Act* sueco, exemplo de disciplina restritiva da interligação entre os diversos bancos de dados públicos.

Tal fenômeno seria resultado de uma abordagem funcional nas regras de circulação de informações, que levaria a uma diferenciação das funções do Estado e, conseqüentemente, a uma restrição no acesso, por uma entidade pública, às informações contidas no banco de dados de outra.

²⁹⁴ RODOTÀ, 2008, pp. 33-34.

²⁹⁵ RODOTÀ, 2008, p. 77.

De todo modo, esta não encontra eco na legislação brasileira, pródiga em prever troca de informações entre entidades do poder público, como já vimos. Em termos de aplicação do convênio entre Bacen e CVM, embora por algum tempo o intercâmbio de informações econômicas sigilosas tenha enfrentado dificuldades, em parte influenciadas pelo entendimento algo errático e pouco técnico do STF, fato é que agora, ao menos no âmbito das entidades que firmaram o referido convênio, não remanescem maiores dúvidas quanto à constitucionalidade do intercâmbio, posto que o dever de sigilo por ele não é violado, mas sim transferido entre as entidades, junto com as informações trocadas.

Por oportuno, Rodotà faz um diagnóstico acerca dos sistemas normativos atuais que regem o tema, tacitamente abrangendo o sistema brasileiro.

Assevera o autor que o reconhecimento do direito à privacidade como direito fundamental vem acompanhado de um sistema de exceções que tende a determinar sua compatibilidade com interesses coletivos.

Essa tendência, além de estar implícita na lógica de muitos sistemas jurídicos, manifesta-se nos próprios textos que proclamam o caráter fundamental desse direito. No entanto, a grande quantidade ou a vagueza com que é expresso seu conjunto de exceções, por vezes, faz dele um obstáculo para a plena realização da tutela das informações.

Ressalte-se que, para o autor, as limitações ao direito à privacidade somente podem ser consideradas legítimas nos casos de conflito com outros direitos da mesma categoria, logo, igualmente fundamentais.

As formas mais difundidas dessa limitação estariam previstas na própria legislação sobre bancos de dados, dizendo respeito a interesses do Estado - segurança interna ou internacional, polícia, justiça - ou a relevantes direitos individuais e coletivos - tradicionalmente, o direito à informação, à liberdade de imprensa e o direito à saúde, em sua dimensão coletiva²⁹⁶.

É o caso brasileiro, onde, de um lado, o sigilo de dados é visto pela Corte Constitucional como uma espécie do *direito à privacidade*, acolhido pelos incisos X ou XII do art. 5º da Constituição Federal, e de outro, o direito à proteção da

²⁹⁶ RODOTÀ, 2007, p. 105.

poupança popular é acolhido pelo *caput* do mesmo artigo 5º, por configurar o *direito à segurança* - ambos direitos fundamentais.

Assim, com o auxílio do diagnóstico do estudioso italiano, justifica-se a restrição ao sigilo bancário, tanto do ponto de vista do interesse primário do Estado na segurança dos cidadãos, afastando-o para permitir a apuração de infrações graves, quanto do ponto de vista do interesse coletivo de ter segurança para investir seus recursos num MVM hígido e saudável.

Conclusão

Verificamos que o afastamento do sigilo de bancário na apuração de infrações ao MVM é viável tanto nos termos da lei como na visão dos tribunais.

No entanto, a exigência de ordem judicial que o autorize, preconizada pelo STF, aliada à crônica demora na resolução dos processos judiciais no Brasil, faz dessa possibilidade apenas teórica.

Por essa razão, é o momento de lançarmos um olhar atento aos exemplos descritos pelo Professor Stefano Rodotà e pela Ministra Carmen Lúcia e caminharmos no sentido do afastamento do sigilo bancário, sem necessidade de ordem judicial, quando for para tornar efetiva a apuração de infrações graves ocorridas no âmbito do MVM brasileiro.

Por ora, o impasse criado pelo STF vem sendo mitigado pela possibilidade, expressa em lei, de troca de informações com essa natureza entre a CVM e o Banco Central do Brasil, acompanhadas da transferência do dever de manutenção do sigilo.

De todo modo, a adoção de uma interpretação da Constituição Brasileira que não considere a proteção dos dados bancários patrimoniais um direito fundamental, evita que os pedidos de afastamento dessa modalidade de sigilo chegassem ao STF em processos que, estendendo-se por décadas, tornam inútil a informação buscada e favorecem a impunidade.

Por fim, vale ressaltar que essa interpretação é a adotada na produção legislativa brasileira recente, a exemplo da Lei nº 12.527, de 18.11.2011, que veio regular o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º da Constituição Federal²⁹⁷.

²⁹⁷ Diz o dispositivo citado: “XXXIII - todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no

Com efeito, diz o art. 31 da referida lei:

“Art. 31. O tratamento das informações pessoais deve ser feito de forma transparente e com respeito à intimidade, vida privada, honra e imagem das pessoas, bem como às liberdades e garantias individuais. (...)”

§ 4º A restrição de acesso à informação relativa à vida privada, honra e imagem de pessoa não poderá ser invocada com o intuito de prejudicar processo de apuração de irregularidades em que o titular das informações estiver envolvido, bem como em ações voltadas para a recuperação de fatos históricos de maior relevância.”

Essa leitura, além de viável juridicamente - já que o sigilo bancário não tem previsão constitucional expressa, dependendo, portanto, de interpretação - seria menos custosa que uma transformação estrutural do Poder Judiciário – outra alternativa para o enfrentamento do problema da morosidade nas decisões judiciais.

Referências Bibliográficas

ALEXY, Robert. **The Argument from Injustice: A Reply to Legal Positivism**. Oxford: Oxford University Press, 2003.

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

ARAGÃO, Paulo Cezar. **A CVM em juízo. Limites e possibilidades**. In Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 9, nº 34, outubro-dezembro de 2006. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, pp. 38-49.

ARISTÓTELES, **Política**. Título original: Πολιτικά, ano: 1252a. Disponível em www.LivrosGratis.net (acesso em maio de 2013).

ASCENSÃO, José Oliveira. **Direito dos Valores Mobiliários**. Lisboa: Lex, 1997.

BAKER, Gordon. **Verehrung und Verkehrung: Waismann and Wittgenstein**. In: LUCKHARDT, C. G. (ed.). *Wittgenstein – Sources and Perspectives*. Sussex: Harvester Press, 243-285, 1979.

BAKER, G. & HACKER, P. M. S. **Wittgenstein Understanding and Meaning**. Oxford: Basil Blackwell, 1980.

BASTOS, Celso Ribeiro. **Curso de Direito Constitucional**. 21ª edição atualizada. São Paulo: Saraiva, 2000.

BASTOS, Celso Ribeiro e MARTINS, Ives Gandra da Silva. **Comentários à Constituição do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 1989.

BIX, B. **Law, Language and Legal Determinacy**. Oxford: Claredon Press, 1995.

BLACK, Fischer & SCHOLES, Myron. **The Pricing of Options and Corporate Liabilities**. Source: The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 637-654, Published by: The University of Chicago Press. Disponível em http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black_scholes73.pdf (acesso em janeiro de 2013).

BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76**. E.M. nº 197, de 24 de junho de 1976, disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de Crédito**. 13ª Ed., São Paulo: Atlas, 1998.

CASTRO, Carlos Osório de. **Valores Mobiliários: Conceito e Espécies**. 2ª. Ed., Porto: UCP Editora, 1998.

CATTANEO, Salvatore. ‘Agencies’ e ‘Regulation’ nel Regno Unido. *In Le Autorità Indipendenti – De fattori evolutivi ad elementi della transizione nel diritto pubblico italiano* (obra coletiva). Milão: Giuffrè Editore, 1999.

CFTC. **CFTC Glossary. A guide to the language of the futures industry**. Disponível em http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary/glossary_d (acesso em janeiro de 2013).

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL – CMN. **Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários**. Anexo ao Voto nº 426/78, aprovado na 311ª sessão do Conselho, realizada em 20.12.1978. Cópia disponível na Biblioteca da CVM no Rio de Janeiro.

COOLEY, Thomas McIntire. **Treatise of the Law of Torts**. Chicago: Callaghan, and. Co., 1880. Disponível em

http://openlibrary.org/books/OL17731877M/A_treatise_on_the_law_of_torts
(último acesso em outubro de 2013).

COUTINHO, D. e MATTOS, P. **Os Desafios da Reforma Regulatória Brasileira**. *Revista da Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP*, nº 1, 1999.

CRETELLA JÚNIOR, José. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 1986.

CUÉLLAR, Leila. **As Agências Reguladoras e seu Poder Normativo**. São Paulo: Dialética, 2001.

CVM. Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2003/0499, publicado em 28.08.2003. Disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

CVM. Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2007/11.593, publicado em 22.01.2008. Disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

DATZ, Marcelo Davi Xavier da Silveira. **Risco Sistêmico e Regulação Bancária no Brasil**. Orientador: Renato Fragelli Cardoso. Rio de Janeiro: EPGE/FGV, 2002. Dissertação (Mestrado em Economia).

DE LUCCA, Newton. **Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. São Paulo, Pioneira, 1979.

DEMSETZ, H. **Why regulate utilities**. In G. J. STIGLER (ed.) *Chicago Studies in Political Economy*. Chicago, University of Chicago Press, 1988 (originalmente publicado no *Journal of Law and Economics* 11.1968).

DIAZ RUIZ, Emilio & LARRAGA LOPEZ, Pablo. **Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados**. Madrid: UIMP, MEFF, Edit. Civitas, 1997.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na Administração Pública**. São Paulo, Atlas, 1997.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **O Princípio da supremacia do interesse público: sobrevivência diante dos ideais do neoliberalismo**. In Revista Trimestral de Direito Público, nº 48/2004. São Paulo: Malheiros, pp. 63-76.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. São Paulo: Atlas, 22ª ed., 2009.

DONEDA, Danilo. **Da Privacidade à Proteção de Dados Pessoais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

DROMI, José Roberto. **La Reforma Constitucional: El Constitucionalismo del “por venir”**. In El Derecho Público de Finales de Siglo: Una Perspectiva Iberoamericana. Madrid: Fundación BBV, 1997.

EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977.

EUA. **Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms**. Jan., 8, 1988. Disponível em http://archive.org/stream/reportofpresiden01unit/reportofpresiden01unit_djvu.txt (acesso em janeiro de 2013).

EUA. **Report of the House Committee on Interstate and Foreign Commerce, Securities Exchange Bill of 1934, H. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess., at pp 1-2**. April 27, 1934. Disponível em http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/proposedrule011410_berkovitz (acesso em janeiro de 2013).

FALLA, Fernando Garrido. **Las transformaciones del régimen administrativo**. Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1962.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. **A Economia e o Controle do Estado**. Parecer publicado no jornal O Estado de São Paulo, edição de 04.06.89.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. **Sigilo Bancário**. Artigo publicado na *Revista de Direito Bancário – RDB* 14/2001, out-dez/2001.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **O Estado Onipresente**. Artigo publicado no jornal Folha de São Paulo, edição de 10.12.87.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Comentários à Constituição Brasileira de 1988**. São Paulo: Saraiva, 1990.

FERRI, Giovanni Battista. **Il Titolo Credito**. 2ª. Ed. Turim: Unione Tipograficos, Editrice Torinese, 1965.

FERRI, Giovanni Battista. **Privacy e libertà informatica**. In *Persona e formalismo* giuridico. Rimini: Maggioli, 1985, pp. 289-302.

FIGUEIREDO, Marcelo. **As Agências Reguladoras – O Estado de Direito Democrático no Brasil e sua Atividade Normativa**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

FURTADO, Celso. **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1986.

GALGANO, Francesco. **Storia del Diritto Commerciale**. 2ª. Ed. Bologna: Il Mulino, 1980.

GARCÍA MAYNEZ, Eduardo. *Introducción al Estudio del Derecho*. México D.F.: Editorial Porrúa S.A., 2002

GENTOT, Michel. **Les Autorités Administratives Indépendantes**. Paris: Ed. Montchrestien, 1994.

GRABITZ, Eberhard. **Freiheit und Verfassungsrecht**. Tübingen: 1976.

GRAU, Eros Roberto. **O Direito Posto e o Direito Pressuposto**. 6ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2005.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 7ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2002.

GRAU, Eros Roberto. **Direito, Conceitos e Normas Jurídicas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

GUSSON, Gabriela dos Santos. **Controle de Constitucionalidade de Ofício pelo Supremo Tribunal Federal – O Exemplo da Lei de Arbitragem**. Monografia apresentada à Sociedade Brasileira de Direito Público. Orientadora: Patrícia Rodrigues Pessôa. Disponível em http://www.sbdp.org.br/arquivos/monografia/117_gabriela.pdf (acesso em outubro de 2013). São Paulo, 2008.

HABERMAS, Jurgen. **La Reconstrucción del Materialismo Histórico**. Trad. de Jaime Nicolás Muniz e Ramón García Cotorelo. Madrid: Taurus, 1981.

HELLER, Hermann. **Teoria do Estado**. 1ª Ed., São Paulo: Mestre Jou, 1968.

HOHFELD, W. N. **Conceptos Jurídicos Fundamentales**, trad. de Genaro Carrió. Buenos Aires: Centro Editor de América Latina S/A, 1968.

HORTA, Raul Machado. **A Ordem Econômica na nova Constituição: problemas e contradições**. In *A Constituição Brasileira – 1988 – Interpretações*. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

HULL, John. **Introdução aos Mercados Futuros e de Opções**. São Paulo: Editora BM&F, 1996.

JELLINEK, Georg. **Teoría General del Estado**. Tradução da segunda edição alemã por Fernando de Los Rios, catedrático da Universidade de Granada. Buenos Aires: Editorial Albatros, 1975.

LARENZ, Karl. **Metodología de la Ciencia del Derecho**. Trad. de Marcelino Rodriguez Nolinero. 2ª ed., Barcelona: Ariel, 1980.

LASSALLE, Ferdinand. **A Essência da Constituição**. Trad. de Walter Stöner. Rio de Janeiro: Liber Juris, 2ª ed., 1988.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* (RDM), nº 14, Ano XIII, 1974, pp. 41-60.

LENTINI, Arturo. **Instituzioni di Diritto Amministrativo**, Milão, 1939.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Curso de Direito Comercial: sociedade anônima**. Vol. 2. Belo Horizonte: Del Rey Editora, 1995.

LOSS, Louis & SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of Securities Regulation**. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004.

LOWENSTEIN, Karl. **Teoría de la Constitución**. Trad. de Alfredo Gallego Anabitarte. Barcelona: Ariel, 2ª ed., 1970.

MARKHAM, Jerry. **The History of Commodity Futures Trading and its Regulation**. New York: Praeger Publishers, 1987.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **CCB é valor mobiliário?** Artigo publicado na Revista Capital Aberto, ano 5, nº 56, abril de 2008.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. Rio de Janeiro: Forense, 19ª ed., 2005.

MAZZA, Alexandre. **Agências Reguladoras**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 33ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2007.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 35ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2009.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Natureza e Regime Jurídico das Autarquias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2012.

MILLER, Merton H. **Merton Miller on Derivatives**. New York: John Wiley & Sons, 1997.

MORAES, Alexandre de. **Constituição do Brasil Interpretada**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MOREIRA, Vital. **Economia e Constituição**. Separata do *Boletim de Ciências Econômicas*, vol. XVII. Coimbra: Faculdade de Direito, 1974.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

MOURA ROCHA, B. **Regulação de infraestrutura e defesa da concorrência: proposta de avaliação**. *Revista de Direito Mercantil* 112, outubro/dezembro de 1998.

NUSDEO, Fábio. **Fundamentos para uma Codificação do Direito Econômico**. São Paulo: RT, 1995.

OLIVEIRA, Gesner, & PEREIRA NETO, Caio Mário da Silva. **Regulation and Competition Policy: Towards an optimal institucional configuration in brazilian telecommunications industry**. *Brooklin Journal of International Law* 25.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PARTNOY, Frank. The Shifting Contours of Global Derivatives Regulation. (August 2001). U San Diego Law & Econ Research Paper No. 15. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=281361> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.281361> (acesso em janeiro de 2013).

PARTNOY, Frank. Adding Derivatives to the Corporate Law Mix (November 1999). *Georgia Law Review*, 2000. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=245553> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.245553> (acesso em janeiro de 2013).

PROSSER, Tony. **Law and Regulators**. Oxford: Clarendon Press, 1997. **Rivanna Trawlers Unlimited v. Borchard**. 840 F 2d 236 (4th Cir. 1988). Disponível em <https://bulk.resource.org/courts.gov/c/F2/840/840.F2d.236.87-2516.html> (acesso em janeiro de 2013).

REALE, Miguel. **Inconstitucionalidade de Congelamentos**. Artigo publicado no jornal Folha de São Paulo, edição de 19.10.88.

REALE, Miguel. **Constituição e Economia**. Artigo publicado no jornal O Estado de São Paulo, edição de 24.01.89.

REALE, Miguel. Parecer de 10.05.89, publicado no jornal O Estado de São Paulo, edição de 04.06.89.

REALE, Miguel. **O Estado no Brasil**. Artigo publicado no jornal Folha de São Paulo, edição de 19.09.89.

RODOTÁ, Stefano. **A vida na sociedade da vigilância – A privacidade hoje**. Organização, seleção e apresentação de Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**. 2ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2008.

SARAIVA FILHO, Oswaldo Othon. **Sigilo bancário e administração tributária**. In *Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas*, II/57. São Paulo: RT, 1995.

SCHAUER, Frederick. **Instrumental Incommensurability**. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 146, pp. 1215-1233, 1998.

SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp. - 320 U.S. 344 (1943). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/> (acesso em janeiro de 2013).

SEC v. Howey Co. - 328 U.S. 293 (1946). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html> (acesso em janeiro de 2013).

SILVA, José Afonso. **Direito Constitucional Positivo**. 18ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2000.

SILVA, José Afonso. Parecer respondendo a consulta do GREENPEACE BRASIL,. Disponível em http://s.conjur.com.br/dl/parecer_joseafonso.pdf (acesso em abril de 2013). Data do Parecer: 12 de março de 2008.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. **O Direito Privado na Ordem Constitucional**, conferência pronunciada na Associação dos Advogados de São Paulo em 15.05.89, *apud* GRAU, 2002, pp. 227-228.

STRUCHINER, Noel. **Para falar de regras: O positivismo conceitual como cenário para uma investigação filosófica acerca dos casos difíceis do direito**. Tese de doutorado. Orientador: Danilo Marcondes de Souza Filho. Rio de Janeiro: PUC-Rio, Departamento de Filosofia, 2005.

TÁCITO, Caio. **Ensino Superior Oficial**. Parecer dado ao Conselho Federal da Educação em 03.06.1981 e publicado pela UFRJ, Rio, 1981.

TAVARES, André Ramos. **Curso de Direito Constitucional**. São Paulo: Saraiva, 2007.

TEIXEIRA, José Horácio Meirelles. **Curso de Direito Constitucional**. Organização e atualização por Maria Garcia. Rio de Janeiro: Forense, 1991.
United Housing Foundation, Inc. v. Forman. 421 US 837 (1975). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/> (acesso em janeiro de 2013).

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **Teoria Geral do Direito Econômico**. São Paulo: RT, 1977.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **A Ordem Econômica**. In *A Constituição Brasileira – 1988 – Interpretações*. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

VITALIS, André. **Informatique, pouvoir et libertés**. Paris: Economica, 1988.

VOGAS, Rosiris Paula Cerizze & COSTA, Bernardo Araujo. **O modelo regulatório do mercado de valores mobiliários no Brasil: Reflexões sobre a relevância política do disclosure**. Trabalho publicado nos Anais do XVII Congresso Nacional do CONPEDI, realizado em Brasília – DF nos dias 20, 21 e 22 de novembro de 2008.

WAISMANN, F. **The Principles of Linguistic Philosophy.** Londres: The Macmillan Press Ltd., 1971.

WAISMANN, F. **Verifiability.** In: FLEW, A. G. N. (ed.). *Logic and Language (First Series)*. Oxford: Basil Blackwell, 1978.

WARREN, Samuel, e BRANDEIS, Louis. **The Right to Privacy.** In: 4 *Harvard Law Review*, 1890.

WEBER, Max. **Economia y Sociedad.** Trad. De José Medina Echeverría e outros. México: Fondo de Cultura Económica, 1969.

WESTIN, A. F. **Privacy and Freedom.** New York, 1970.

WITTGENSTEIN, L. **Investigações Filosóficas.** *Coleção Os Pensadores.* São Paulo: Nova Cultural, 1996.

ZAGREBELSKY, Gustavo. **Diritto Costituzionale: Il Sistema delle Fonti del Diritto.** Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1998, v. 1.

Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2003/0499, publicado em 28.08.2003.

RELATÓRIO

Trata-se de consulta da Prefeitura da cidade de São Paulo sobre a possibilidade dos Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACs serem caracterizados como valores mobiliários.

BREVE HISTÓRICO

A Lei nº 10.257/01 (Estatuto da Cidade) regulamentou as diretrizes gerais para o desenvolvimento urbano, preconizadas no art. 182 da Constituição da República, bem como estabeleceu novos instrumentos jurídicos para os municípios, destacando-se: o direito de superfície (art. 21), o direito de preempção (art. 25), a outorga onerosa do direito de construir (art. 28), as operações urbanas consorciadas (art. 32) e a transferência do direito de construir (art. 35).

Nos termos do § 1º artigo 32 da Lei n.º 10.257/01, "*considera-se operação urbana consorciada o conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo Poder Público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental*".

Nas operações urbanas consorciadas poderão ser previstas as seguintes medidas: a) a modificação de índices e características de parcelamento, uso e ocupação do solo e subsolo, bem como alterações das normas edílicas, considerado o impacto ambiental delas decorrente; e b) a regularização de construções, reformas ou ampliações executadas em desacordo com a legislação vigente (incisos I e II do §2º do art. 32 da Lei nº 10.257/01).

O Estatuto da Cidade prevê, ainda, a cobrança de uma contrapartida a ser exigida dos proprietários, usuários permanentes e investidores privados em função da utilização dos benefícios previstos no art. 33, Inciso VI.

Os recursos auferidos com a adoção da outorga onerosa do direito de construir e de alteração de uso serão aplicados com as finalidades previstas nos incisos I a IX do art. 26 do Estatuto da Cidade, quais sejam:

"I – regularização fundiária;

II – execução de programas e projetos habitacionais de interesse social;

III – constituição de reserva fundiária;

IV – ordenamento e direcionamento da expansão urbana;

V – implantação de equipamentos urbanos e comunitários;

VI – criação de espaços públicos de lazer e áreas verdes;

VII – criação de unidades de conservação ou proteção de outras áreas de interesse ambiental;

VIII – proteção de áreas de interesse histórico, cultural ou paisagístico;

IX – (VETADO)"

A lei específica que aprovar a operação urbana consorciada poderá prever a emissão pelo Município de determinada quantidade de Certificados de Potencial Adicional de Construção-CEPACs, que são títulos de emissão exclusiva dos municípios, os quais podem ser alienados em leilão ou utilizados como pagamento das obras necessárias à própria operação, conforme o disposto no art. 34 do Estatuto da Cidade.

O CEPAC, conforme definido no Art. 146, Inciso VIII, do Plano Diretor do Município de São Paulo (Lei nº 13.430 de 13/09/02): "é uma forma de contrapartida financeira de outorga onerosa do potencial construtivo adicional, alteração de uso e parâmetros urbanísticos, para uso específico nas Operações Urbanas Consorciadas".

Como características adicionais do CEPAC, têm-se a sua livre negociabilidade, a impossibilidade de resgatar-se o valor pago em espécie e a sua conversibilidade em direito de construir (unicamente na área da operação, conforme art. 34 § 1º do Estatuto da Cidade) ou em pagamento da área de construção que supere os padrões de uso e ocupação do solo (art. 34 § 2º do Estatuto da Cidade).

Tais recursos estão vinculados apenas à própria operação urbana consorciada (§1º, do art. 33, do Estatuto da Cidade), vedada a sua utilização para outros fins.

A Lei municipal nº 13.260, de 12/12/01, regulou a matéria e dispôs, em seu art 8º, que:

"Fica o Poder Executivo autorizado a outorgar, de forma onerosa, o potencial adicional de construção e a modificação dos usos e parâmetros urbanísticos estabelecidos na legislação vigente de uso e ocupação do solo para os lotes contidos no interior do perímetro da Operação Urbana Consorciada Água Espraiada."

O § 2º do art. 8º da referida Lei estabelece, por sua vez, que:

"A contrapartida da outorga onerosa do potencial adicional de construção e modificação do uso do solo e parâmetros urbanísticos prevista neste artigo será realizada através da venda de Certificados de Potencial Adicional de Construção...".

Os parágrafos 4º e 8º do art. 11, respectivamente, determinam que os CEPACs deverão ser alienados em leilão público e poderão ser negociados livremente.

MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

A PFE-CVM foi consultada a respeito (fls. 1 a 10) e assinalou inicialmente que, conforme o disposto no art 1º da Instrução CVM nº 270, *"somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima."*²⁹⁸

Não obstante, concluiu, às fls. 8, que *"os CEPAC's a serem emitidos pelo Município de São Paulo, não fosse a restrição contida na Instrução CVM n.º 270/1998, poderiam ser caracterizados como valores mobiliários, enquadrados no inciso IX do artigo 2º da Lei n.º 6.385/76 (títulos ou contratos de investimento coletivo). Isto porque o comprador dos CEPAC's, atendendo a um chamado público (leilão), disponibiliza seu dinheiro para o município, prevendo uma valorização do título ou da área beneficiada pelo consórcio, mediante a atuação da administração edilícia, estando ciente dos riscos inerentes às intervenções municipais (que abrangem não só os equipamentos públicos, mas também investimentos ditos sociais). Entretanto, considerando o exposto e a legislação em vigor, os CEPAC's não são valores mobiliários por não serem títulos de emissão de sociedades anônimas, mas sim de pessoas jurídicas de direito público interno dotadas de competência legislativa (municípios)."*

Ao final de sua manifestação, a PFE-CVM, às fls. 9, sugere a alteração da Instrução CVM nº 270/98, *"para que seja possível caracterizar os CEPAC's como valores mobiliários, considerando os benefícios a serem alcançados pelos municípios com tais títulos e a necessidade de sua regulação em prol da hígidez do mercado, tendo sempre em mira a proteção dos investidores"*.

O entendimento acima obteve a concordância do Sub-Procurador-Chefe da GJU-2, às fls. 10, que ainda recomendou uma *"reflexão no âmbito desta Comissão relativamente ao rigor dos seus específicos atos regulamentares ora em vigor, especialmente em face do cunho repetitivo da questão essencial ora submetida e da nítida correlação do tema com o grau de desenvolvimento do MVM e a sempre almejada proteção efetiva dos investidores respectivos."*

Por seu turno, o Procurador-Chefe da PJU, às fls. 10, manifestou discordância, *"tendo em vista a ausência, nos certificados de que se cuida, de um direito de parceria, participação ou remuneração, não se preenchendo, portanto, o conceito insculpido no art. 2º, Inciso IX da Lei nº 6.385, de 1976."*

Por solicitação do município de São Paulo, o escritório de advocacia Motta, Fernandes Rocha Advogados (fls. 108 a 148) emitiu parecer sustentando ser o CEPAC um valor mobiliário, mais especificamente um derivativo, merecendo transcrição o seguinte excerto:

"com a aquisição de um CEPAC qualquer um poderá participar da valorização do metro quadrado construído na região, já que o valor do CEPAC guarda proporção com o valor de venda do metro quadrado construído."

²⁹⁸A Instrução CVM nº 270/98 foi revogada pela Instrução CVM nº 480/09.

(...) *"Isso possibilita ao titular de interesses na área da operação, como o proprietário, se hedgear (ou se proteger) contra a valorização da região, que afetaria o custo da outorga e, conseqüentemente, o custo da construção."*

(...) *"Se o adquirente do CEPAC não for titular de interesses na região, estará apenas apostando na valorização do metro quadrado, realizando operação de mera especulação."*

(...) *"Como o ativo subjacente do CEPAC é o direito ao potencial adicional de construção, de titularidade do Município e exercível pelo titular do CEPAC mediante mera solicitação administrativa, não há risco de inadimplência."*

(...) *"O Município não pode emitir CEPAC sem que exista o potencial adicional de construção, ou, no jargão do mercado, não pode emitir CEPAC "a descoberto". Isso se dá por razões óbvias. O CEPAC não pode servir como instrumento de especulação por parte do Município, que não tem por finalidade realizar atos especulativos."*

(...) *"Mas nada impede que o CEPAC sirva como instrumento de especulação para os tomadores, ou investidores privados."*

O parecer do escritório de advocacia conclui que:

"os CEPACs possibilitam ao Município, aos titulares de interesses na região da operação urbana, e indistintamente a investidores privados, a proteção contra a flutuação do preço do metro quadrado construído. É essa a principal distinção entre o CEPAC e a outorga onerosa. E isso significa que o CEPAC funciona, do ponto de vista do título em si, como instrumento de hedge."

(...) *"pode-se definir derivativo, para efeito do art. 2º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, como um título ou contrato que possibilita o compartilhamento de riscos pelo público investidor em geral, através de sistemas públicos de negociação."*

(...) *"O CEPAC, como instrumento que possibilita o compartilhamento do risco (o hedge), através de sistemas públicos de negociação é, portanto, um derivativo e, por conseqüência, um valor mobiliário cuja negociação pública deve ser objeto de regulação pela Comissão de Valores Mobiliários" (grifos nossos).*

(...) *"É a livre negociabilidade dos CEPACs, prevista no Estatuto da Cidade, combinada com a possibilidade de venda dos títulos a terceiros não detentores de interesses na região da operação urbana, que confere aos certificados as características de títulos que podem ser objeto de negociação pública."*

(...) *"Mas, para oferecer os CEPACs indistintamente a investidores privados, revela-se necessária a submissão às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários." (...)*

A Área Técnica manifestou-se nos seguintes termos:

"Em face do exposto, entendemos que o CEPAC deve ser caracterizado como um valor mobiliário pelas razões transcritas a seguir:

I.atende aos três requisitos previstos no art. 1º da Lei nº 10.198/01 e no art. 2º, Inciso IX, da Lei nº 6.385/76, com a redação da Lei nº 10.303/01, quais sejam:

1. são títulos a serem ofertados publicamente;
2. geram direito de parceria; e
3. os rendimentos advêm do esforço de terceiros (Prefeitura).

I.o CEPAC, conforme explanado pela PJU às fls. 7, atende também o conceito de security, definido por Barros Leães após discorrer sobre os precedentes da Suprema Corte dos Estados Unidos da América e das exposições doutrinárias pertinentes:

"todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro."

II.a emissão dos CEPACs, pela sua própria natureza, dimensão, transparência e publicidade necessárias, se caracterizaria como uma emissão pública pelo esforço de venda a ser desenvolvido e pelas características públicas da emissão, que se enquadrariam no § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385;

III.os CEPACs deverão ser alienados em leilão público;

IV.os certificados adicionais de construção serão livremente negociados, como previsto no § 1º do art. 34 do Estatuto da Cidade. Logo, se a emissão fosse privada, os detentores desses títulos, segundo Eizirik, teriam que mantê-lo inegociável durante um período, o que restringiria o direito previsto no artigo 34 do Estatuto;

V.à guisa de ilustração, assinalamos que o CEPAC, por suas características, seria enquadrado como uma security nos EUA, conforme manifestação da Suprema Corte daquele país, transcrita a seguir (fls. 104), obtida no site da SEC na Internet, em uma página (<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/intrawt110802.htm>) que relata uma consulta da Intrawest Corporation à SEC a respeito de investimentos imobiliários e a manifestação do Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance daquela Comissão de Valores americana. Destaque-se, também, no texto, a ênfase que a Alta Corte americana dá aos contratos de investimentos, quando realça que devem ser compreendidos com base em um princípio flexível e não estático e que substância e ênfase na realidade econômica prevalecem sobre a forma:

Current State of the Law. The applicability of securities laws to condominiums with rental arrangements is well-established. Case law expounding on the characteristics of an "investment contract," one of the terms in the statutory definition of "security," leaves no doubt that under certain circumstances real estate offerings coupled with an agreement to provide rental or other services are included within such definition. The framework for most interpretations of the term "security" in this context was established by the Supreme Court in SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, reh'g denied, 329 U.S. 819 (1946). In Howey, the Supreme Court created the well-known "economic realities" analysis under which an interest will be classified as a security only if three elements are concurrently present: (i) an investment of money; (ii) in a common enterprise; and (iii) the expectation of profits solely from the efforts of the promoter or a third party. In reaching its decision, the Court emphasized that the term "investment contract" embodies a "flexible rather than static principle" and that "form was disregarded for substance and emphasis placed upon economic reality." Although, subsequent

decisions have modified the third prong of Howey from "solely" to "substantially" from the efforts of a promoter or third party, such modification does not affect our analysis; (grifos nossos).

VI. registre-se, ainda, que os adquirentes dos títulos podem ter duas características: a de construtores/empreendedores, por força das prerrogativas legais já relatadas, e como especuladores, em face da perspectiva da valorização dos títulos no mercado, o que reforça a tese da transparência que deve nortear a emissão dos CEPACs para proteger os investidores, transparência esta que só poderia ser dada com o registro do título na CVM;

VII. o parecer do escritório Motta, Fernandes Rocha vai ao encontro da nossa proposição, quando, às fls. 145, salienta que:

"Caso se chegasse à conclusão de que seria permitida a negociação de CEPACs sem regulação pela Comissão de Valores Mobiliários, estar-se-ia diante de mercado público onde seria admitida a realização de aplicação de poupança popular, sem qualquer regulação (no sentido de regulamentação e fiscalização)." (...)

"Com isso, ficaria aberta a porta para que cada Município do País tratasse o título de uma forma, cada um negociado publicamente de modo distinto, já que nada impediria que os Municípios realizassem suas operações, e os adquirentes criassem um mercado secundário (decorrente da "livre negociabilidade" prevista em lei), seguindo regras próprias. Cada Município teria o seu sistema próprio de negociação pública."

VIII. reforça a nossa tese a Deliberação CVM nº 418/01 (fls. 149), que suspendeu a distribuição de Cédulas de Produto Rural Financeira – CPR-F no mercado de valores mobiliários, sem o competente registro previsto na Lei nº 10.198, de 12 de fevereiro de 2001 e na Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998. Na ocasião, a CVM considerou que: (...)

"b) a veiculação pública de uma oportunidade de investimento, cujos ganhos resultam da exploração de determinada atividade a cargo exclusivo do empreendedor ou de terceiros, e para o qual o investidor concorre apenas com a sua poupança, como é o caso da CPR-F, insere-se no conceito de título ou contrato de investimento coletivo e de valor mobiliário, previsto no art. 1º, caput, da Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, e recentemente acrescentado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001; e

c) que a combinação dos dois elementos anteriores configura, nos termos do art. 19 da Lei nº 6.385/76, emissão pública de valores mobiliários sujeita a prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários para sua distribuição ao público investidor."

IX. a CVM tem um papel fundamental para garantir ao público a transparência desses processos e a proteção dos investidores, diante do alcance da utilização dos CEPACs. O item 3 dos Credos da CVM, aprovados pelo Colegiado na reunião de 14/01/00, vai ao encontro desses princípios, quando prescreve: "A CVM defende a transparência de comportamento como pressuposto fundamental à sua função de zelar pelo funcionamento justo e ordenado do mercado e pelo interesse público, particularmente do investidor minoritário, garantindo-lhe acesso a todas as informações que lhe permitam tomar a decisão correta ao investir."

O Superintendente da SRE apresentou despacho onde aduziu outras razões, valendo mencionar as seguintes:

"É importante que a alienação e a livre circulação no mercado dos CEPAC se dê em um ambiente de total transparência e com ampla divulgação de informações sobre o empreendimento objeto de tais títulos. Tal procedimento se justifica para garantir a eficiente formação de preço dos títulos e assim preservar os interesses da administração da coisa pública. Por outro lado, os destinatários da oferta ou leilão terão as informações necessárias para uma decisão criteriosa e fundamentada de investimento. Desse modo, estariam preservados três dos fundamentos para a regulação eficiente do mercado de capitais: o interesse público; o mercado eficiente; e a proteção ao investidor.

É essencial que se estabeleça um procedimento uniforme, válido para todo o país, para a colocação dos CEPAC, de maneira a atender aos fundamentos acima mencionados. Em realidade, respalda tal preocupação o fato de que, embora os títulos sejam de emissão de prefeituras, nada impede que sua distribuição e negociação atinja pessoas e investidores em todo o País.

Em consequência, surge a Comissão de Valores Mobiliários, por sua especialização, competência legal e jurisdição em todo o território nacional, como a entidade pública mais habilitada a assegurar, através do registro de distribuição pública de valores mobiliários, que os objetivos de transparência e ampla divulgação de informações para a operação de venda e negociação dos CEPAC sejam observados.

Para tanto é necessário definir o CEPAC como valor mobiliário, nos termos do artigo 2º da Lei nº 6.385/76.

Desde a inclusão na legislação brasileira do conceito de 'security' do direito norte-americano era esperado que a CVM tivesse que se defrontar com tal questão algum dia.

Surge, então, o momento para a CVM, através de seu Colegiado, iniciar um processo de verificação de condições ou teste, para comprovar se operações levadas ao mercado podem estar sujeitas à sua competência de atuação.

De maneira geral, todas as análises constantes do presente processo buscam respaldo na experiência norte-americana para a definição de valores mobiliários para formularem suas opiniões sobre o CEPAC.

A exceção da manifestação do PJU, no que concerne à classificação do CEPAC como Título de Investimento Coletivo 'TIC', todos as demais análise concluem tratar-se o CEPAC de um valor mobiliário, nos termos do artigo 2º da lei.

Diante dos sólidos argumentos apresentados, restaria, todavia, a dúvida acerca da natureza do CEPAC: se é um Contrato Derivativo [inciso VIII do artigo 2º da lei] ou Título de Investimento Coletivo [inciso IX].

A propósito, consideramos relevante mencionar aqui a definição de derivativos da Commodity Futures Trading Commission, a agência governamental encarregada da regulação e fiscalização do mercado desses instrumentos financeiros nos EUA:

Derivative: A financial instrument, traded on or off an exchange, the price of which is directly dependent upon (i.e., "derived from") the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivative instruments, or any agreed upon pricing index or arrangement (e.g., the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying product, but do not directly transfer property. They are used to hedge risk or to exchange a floating rate of return for fixed rate of return. Derivatives include futures, options, and swaps. For example, futures contracts are derivatives of the physical contract and options on futures are derivatives of futures contracts.

Como se observa, pela definição de Derivativo acima, é necessário que o preço de tal instrumento seja diretamente dependente do valor do ativo objeto, que pode ser valor mobiliário, índice de ações ou de preços, instrumento de dívida, mercadorias, outros derivativos.

Julgamos que o processo de formação do preço ou valor do ativo subjacente ao derivativo deve se dar em condições de mercado ou refletir condições gerais de funcionamento da economia, todas do amplo conhecimento do público. São exemplos dessa característica de formação de preços as taxas de juros, a cotação da moeda norte-americana, o preço da arroba do boi e o comportamento do IBOVESPA.

Em resumo, o que queremos dizer é que ao investidor do derivativo é possível acompanhar a evolução do preço ou valor do ativo subjacente ao derivativo, sem que haja a necessidade de consultar informações singulares a um determinado empreendimento ou projeto.

Tal característica não nos parece presente no CEPAC. O preço do título no mercado estará fortemente correlacionado com a qualidade, a viabilidade e a evolução da execução de um projeto específico, a ser desenvolvido pelo Município de São Paulo, denominado Operação Urbana Água Espraiada.

A descoberta de seu preço no leilão, resultará da análise fundamentada das informações acerca do projeto disponibilizadas pela Prefeitura, que permita aos participantes da oferta, investidores ou não, avaliar a qualidade e viabilidade da implementação do projeto e as perspectivas de rendimentos futuros do CEPAC.

Em relação ao mercado secundário, caso a Prefeitura cumpra as etapas do projeto, no prazo estimado ou até o antecipe, há a expectativa de valorização dos CEPAC negociados no mercado, decorrente da valorização da área objeto do projeto. Por outro lado, havendo atraso, a expectativa de valorização é inversa.

Assim, podemos afirmar que o rendimento do CEPAC, definido como o ganho de capital decorrente da valorização do título, advém primordialmente do esforço da Prefeitura de São Paulo em executar o aludido projeto no prazo previsto."

É o Relatório.

VOTO

A reforma das Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76 aprovada no ano de 2001, culminando nas Leis nº 10.303/01 e 10.411/02, trouxe importantíssima modificação e um relevante avanço no tocante à regulação do mercado de valores mobiliários, notadamente no tocante à competência da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Houve substancial alargamento da competência da CVM, conforme se pode verificar do extenso rol de valores mobiliários abarcados pelo novo art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Adotou-se, em grande medida, a postura do regulador único para o mercado de valores mobiliários e buscou-se diminuir as hipóteses de - já que falaremos aqui de derivativos - arbitragem regulatória por conta da existência de reguladores diferentes para produtos que, em essência, podem não diferir.

Nesse sentido, consolidou-se a tendência que havia sido iniciada com a Medida Provisória 1.637/98, mais tarde convertida na Lei nº 10.198/01, incorporando o seu texto na Lei nº 6.385/76, para considerar valor mobiliário os contratos e títulos de investimento coletivo.

Esse novo conceito pode-se dizer que representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários - muito embora não se tenha atentado para toda a sua extensão -, pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM.

Incorporou-se, então, na realidade brasileira substancialmente o conceito de "security" do direito norte-americano, sem maiores inovações, o que não significa nenhuma crítica, neste particular.

A mudança é um avanço e é bem vinda, dado que o conceito de valor mobiliário do ponto de vista técnico-doutrinário não tem grande importância, havendo até mesmo dificuldade em se definir conceitualmente o que seja um valor mobiliário. O conceito que é relevante para o exame dos, digamos, valores mobiliários clássicos, está muito mais nos títulos de crédito do que no de valores mobiliários propriamente ditos, posto que as características efetivamente importantes são encontradas nos títulos de crédito.

Aquela visão de título de massa, de longo prazo, com homogeneidade incompatível com a diversidade das situações individuais, dotados de fungibilidade, que "coisifica" ou incorpora os direitos nele contidos, como exigência da negociabilidade, que deveria ser transmitido por tradição (em oposição à tradição por cessão), deixou de ser essencial para a existência de um valor mobiliário. Da mesma forma, a existência de um financiamento, da figura de um emitente e de um mercado primário para caracterizar um valor mobiliário também cedeu lugar.

A nota tonal no tocante a valor mobiliário passa, portanto, pelo esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento – ou mesmo especulação – por parte dos doadores dos recursos.

Em verdade, esta sempre foi a tônica da definição de valores mobiliários para fins de regulação pela CVM, muito embora não fosse assim tão explícita, não obstante fosse intuitiva.

Ela decorria, na verdade, da redação do art. 1º da Lei nº 6.385/76, que ao se referir a valores mobiliários faz menção sempre à negociação no mercado, o que traz intrínseca a noção de negociação pública e não privada.

Mas a definição do novo inciso IX acentua este aspecto, quando faz menção à expressão "quando ofertados publicamente". Confirma-se o mencionado inciso:

"IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

Isso confirma, segundo penso, o fato de que a definição do art. 2º tem conteúdo meramente instrumental, para fins de, conjugado com os demais artigos da Lei nº 6.385, e principalmente o seu art. 1º, conferir competência à CVM para regular a negociação dos títulos e instrumentos ali mencionados quando realizada no mercado ou quando se inserir em oferta pública.

A propósito, note-se que foi esta nova definição de valores mobiliários que deferiu à CVM competência para regular todas as formas de fundos de investimento, inclusive os que não investissem em valores mobiliários, como seria o caso dos fundos cambiais.

O mencionado inciso permite, por assim dizer, que a CVM possa ter uma competência mais dinâmica, na medida em que diversos outros instrumentos de investimento que possam surgir estejam sob a capacidade regulatória e fiscalizatória da CVM, quando envolvam oferta pública ou negociação no mercado.

De outro lado, a meu sentir, a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº 6.385/76 é aquela que o lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei "quando ofertados ou negociados publicamente", pois só assim se compreende e se esclarece, por exemplo, que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai.

Este conceito é fundamental: o que atrai e determina a competência da CVM para os valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei nº 6.385/76 é a respectiva oferta ou negociação pública desses valores mobiliários.

Essa interpretação se confirma com a leitura do art. 1º da Lei nº 6.385/76, o qual, no que nos interessa, diz:

"Art. 1º 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;

III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos;"

Ou seja, a emissão e a negociação de valores mobiliários fora do mercado, a princípio, não deveria ser disciplinada ou fiscalizada pela CVM, à luz do comando do art. 1º da Lei 6.385/76.

Na busca de se dotar a CVM de competência sobre os instrumentos e títulos negociados no mercado e que possam envolver o investimento do público em geral inseriu-se, no rol do art. 2º, os derivativos. Note-se que esta inclusão não se limitou àqueles que tivessem por ativos subjacentes valores mobiliários, mas os derivativos de qualquer natureza, conforme se verifica da leitura dos incisos VII e VIII²⁹⁹ do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Embora esta postura não esteja imune a críticas, havendo quem defenda que não deveria se misturar ambas as regulações de valores mobiliários e derivativos, a adoção desta estrutura tem óbvios convenientes.

Inicialmente, porque já faz algum tempo que se abandonou a visão estanque dos mercados, de sorte que a inter-relação e os efeitos reflexos de um mercado em outro é algo que está incorporado na regulação moderna.

Cada vez mais os mercados se correlacionam, notadamente os mercados financeiro e de capital. E os efeitos de um se irradiam sobre os outros. Esse fato foi objeto de profundo estudo elaborado por uma comissão especialmente constituída pelo Presidente dos Estados Unidos da América e coordenada pelo então secretário do tesouro Nicholas Brady (Brady Commission), que concluiu que a falta de coordenação entre a SEC e a CFTC estava tornando o mercado mais perigoso (Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, jan., 8, 1988)³⁰⁰. Nesse sentido, a existência de um regulador único não só permite uma visão de conjunto, como também restringe a disparidade de tratamento de instrumentos que possam ter efeitos similares, evitando-se assim a arbitragem regulatória, ao mesmo tempo em que reduz a opacidade do mercado.

Evita-se, também, o eventual vácuo ou concorrência regulatória, o que poderia levar a uma disputa entre duas ou mais agências reguladoras quanto à extensão da competência para regular determinada modalidade de investimento, fenômeno que já se viu no Brasil, não só entre a CVM e Bacen, mas, em outro contexto, entre Bacen e CADE, exemplificativamente.

A necessidade dos agentes aliada à criatividade do mercado tratou de construir diversos instrumentos que reúnem características de derivativos e de valores mobiliários, que punha a doutrina e os reguladores, por conta da definição de competência, a um esforço tremendo para definir qual característica deveria prevalecer e quem deveria regular.

Veja-se, por exemplo, na doutrina européia, que tinha um conceito de valor mobiliário parecido com o nosso, a discussão doutrinária sobre se os *warrants* seriam valores mobiliários ou derivativos.

²⁹⁹ Naturalmente, na presença do inciso VIII o inciso VII é absolutamente supérfluo, da mesma forma que o inciso III do art. 1º é supérfluo à luz da definição de derivativo como valor mobiliário no art. 2º, o que demonstra de um lado hesitação e insegurança com relação aos conceitos e de outro lado uma certeza de que se pretende ter competência para regular os derivativos.

³⁰⁰ EUA, 1988.

Na América do Norte, onde há uma bipartição da regulação de derivativos, parte com a SEC e parte com a CFTC, houve um histórico de contencioso sobre qual agência teria poder regulamentar sobre certos derivativos, incerteza que nada contribui para a boa regulação dos mercados.

Essa situação deve-se muito mais a fatores históricos do que a uma decisão refletida sobre qual seria a estrutura ideal. Nesse sentido, Jerry Markham, em seu livro "The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation"³⁰¹, nos dá elucidativa informação a respeito, inclusive no sentido que haveria uma agência – a Grain Futures Administration – para regular as commodities agrícolas e que não haveria se desincumbido de sua missão de conter a manipulação.

Daí que o Presidente Roosevelt enviou mensagem ao Congresso, do seguinte teor:

"It is my belief that exchanges for dealing in securities and commodities are necessary and of definite value to our commercial and agricultural life. Nevertheless, it should be our national policy to restrict, as far as possible, the use of these exchanges for purely speculative operations.

I therefore recommend to the Congress the enactment of legislation providing for the regulation by the Federal Government of the operations of exchanges dealing in securities and commodities for the protection of investors, for the safeguarding of values, and so far as it may be possible for the elimination of unnecessary, unwise, and destructive speculation."³⁰²

O fato é que, por uma questão de repartição de competência interna do congresso, a iniciativa teve que ser dividida, dado que enquanto a parte relativa a "securities" deveria ser debatida na comissão de bancos (Banking Committees) aquela relativa a commodities deveria ser examinada na comissão de agricultura (Agricultural Committees). Uma comissão andou mais rápido do que a outra. Essa talvez seja uma das razões para a repartição, conforme opinião de Jerry Markham (The History of Commodity Futures Trading and its Regulation).

Esta estrutura, todavia, deu ensejo a diversas disputas entre SEC e FTC e, posteriormente, CFTC, criada em 1974. A propósito das disputas regulatórias entre a SEC e a CFTC sobre certos instrumentos financeiros, vide Loss and Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 4th edition, pp. 270-275 e Jerry Markham, The History of Commodity Futures Trading and its Regulation.

O nível de incerteza e disputa regulatória levou, em dado momento, a que os então presidentes da CFTC e da SEC celebrassem um acordo, ajustando a jurisdição de cada agência, o que ficou conhecido como os acordos Shad-Johnson (The Shad-Johnson Accords). Estes acordos, todavia, não foram suficientes para apaziguar as incertezas entre as duas agências.

³⁰¹ MARKHAM, 1987.

³⁰² EUA, 1934.

Naturalmente, nesta discussão acerca da competência das agências, não faltou a participação dos interessados, dado que a forma de regular de cada um deles era muito diferente³⁰³.

A tendência mais moderna e mais recente é no sentido de um regulador único, que reúna a competência sobre valores mobiliários e derivativos, de que são exemplos os reguladores inglês e japonês.

Some-se a isso tudo, o fato de que o conceito de derivativo é um conceito, que, como já se disse, não ajuda, seja do ponto de vista econômico ou jurídico, e, portanto, não garante a certeza que os mercados necessitam para operar.

Nesse sentido, em relevante estudo, Frank Partnoy já advertia que:

*"First, the greatest source of uncertainty in the derivatives market is the complex web of statutory regimes that govern (or do not govern) derivatives purchase and sales. Derivatives are regulated by multiple laws under multiple regulatory jurisdictions. Many classes of derivatives are not regulated at all. Many pockets of the derivatives market exist precisely because of the range of nonsensical and costly statutory applications, as a result of so-called "regulatory arbitrage" transactions. It is increasingly difficult to determine whether, under the applicable test, a particular instrument is a "security" or "future" or neither. Derivatives may be economically equivalent to securities or futures, but fit under different statutory regimes or none at all. Competition between the regulatory regimes has not led to efficiencies predicted by scholars who advocate expanded regulatory competition. To the contrary, competition has led to an inefficient turf battle, and costly uncertainty. In late December 2000, Congress passed legislation permitting trading of individual stock futures and clarifying certain swaps exemptions. I am critical of this legislation and explain some of its drawbacks. (THE SHIFTING CONTOURS OF GLOBAL DERIVATIVES REGULATION, p. 2)"*³⁰⁴.

O mesmo autor no referido estudo também lança sua crítica à definição de derivativos:

"Derivatives are notoriously difficult to categorize. Part of the problem is the ambiguous meaning of the term "derivative".

The definition typically given by legal academics and commentators in the area is not particularly helpful: a derivative is a financial instrument whose value is based on (or "derived" from) some underlying instrument or index. According to the definition, nearly all financial instruments are derivatives. (Page 3 and 4)"

Não surpreende, então, que John Hull em sua obra Introdução aos Mercados Futuros e de Opções ter advertido que: "A possibilidade de desenvolver títulos derivativos novos e interessantes parece realmente ilimitada" (pp. 13,14)³⁰⁵.

De fato, a noção corrente de derivativos como sendo um instrumento financeiro cujo valor decorre do valor de outro ativo é ampla, vaga, elástica e não ajuda. Da

³⁰³ Nota original: Alguns autores atribuem à formação do staff de cada uma das agências a diferença de visão e cultura regulatória. A SEC seria constituída basicamente por advogados enquanto a CFTC por economistas.

³⁰⁴ PARTNOY, 2001.

³⁰⁵ HULL, 1996.

mesma forma, do ponto de vista jurídico, dizer ser apenas um contrato, pois, como já disse Aníbal Sánchez Andrés, *"non son valores, ni tampoco biennes em sentido estricto, sino una especial categoría de contratos de tipología y naturaleza jurídica variada"* (Productos Financieros Derivados Y Mercados Organizados, p. 31)³⁰⁶, tampouco satisfaz as necessidades.

A definição de derivativos da Commodity Futures Trading Commission também não auxilia:

*"Derivative: A financial instrument, traded on or off an exchange, the price of which is directly dependent upon (i.e., "derived from") the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivative instruments, or any agreed upon pricing index or arrangement (e.g., the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying product, but do not directly transfer property. They are used to hedge risk or to exchange a floating rate of return for fixed rate of return. Derivatives include futures, options, and swaps. For example, futures contracts are derivatives of the physical contract and options on futures are derivatives of futures contracts."*³⁰⁷

Acresça-se a isso o fato de que a criticidade do mercado já terminou, através dos derivativos, por relativizar os conceitos de "equity" e "debt" tão presentes nos estudos de finanças e na estrutura das companhias.

No mesmo sentido, o célebre estudo de Myron Scholes também já defendeu que mesmo ativos como ações e "bonds" inseririam-se na classificação de derivativos, (Fisher Black & Miron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 8 J. Pol. Econ. 1973, que chega a descrever Equity como uma opção de compra)³⁰⁸.

Isto tudo demonstra que não há mais rigidez nestes conceitos que, em certos momentos podem sobrepor-se ou confundir-se, o que também, a meu ver, recomenda a adoção de um regulador único.

Aliás não admira, posto que o conceito tradicional de derivativos é tão amplo que, de certa maneira, permite classificar quase qualquer instrumento, financeiro ou não.

Fato é que no art. 2º da Lei nº 6.385/76 está disposto expressamente que derivativo é um valor mobiliário. E note-se que, nos termos da lei, não se limita apenas àqueles que tenham por ativo subjacente um valor mobiliário ou àqueles que possam influir mais diretamente no mercado de valores mobiliários, mas sim a todo derivativo, que passa a ser considerado um valor mobiliário. Como se disse, a única consequência prática disso é atrair a competência da CVM³⁰⁹.

³⁰⁶ Conferência de Aníbal Sanchez Andrés, à época Vice-Presidente da Comisión Nacional del Mercado de Valores (a CVM da Espanha), citada por DIAZ RUIZ y LARRAGA LOPEZ, 1997.

³⁰⁷ CFTC, 2013.

³⁰⁸ BLACK & SCHOLES, 1973.

³⁰⁹ Nota original: *Naturalmente não se pretende reduzir a importância das discussões acadêmicas a respeito das diferenças substantivas e suas consequências entre derivativos e valor mobiliário, até porque pode ter consequências práticas relevantes, como se vê da seguinte manifestação da doutrina portuguesa: "Quando se diz que os derivativos são negociados em bolsa, quer-se dizer, de fato, que são concluídos em bolsa, mas não que eles próprios são objeto de transação, pois sendo em regra um*

O grande desafio que a CVM enfrentará, neste particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular é também uma decisão regulatória. Deverá também reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão.

Será preciso encarar a regulação dos derivativos sem preconceito, vendo-a como uma realidade, tendo presente seus riscos e benefícios, que podem ser tão díspares que em uma ponta encontramos investidores como George Soros que afirmam que os "traders de derivativos" causam instabilidade que poderá destruir a sociedade e o economista Merton Miller que afirma que os derivativos fizeram do mundo um lugar mais seguro (cf. Merton Miller on Derivatives)³¹⁰ (Frank Partnoy, Adding Derivatives to the Corporate Law Mix, 2002)³¹¹.

Outro ponto importante é notar que, no mercado, não há mais necessariamente aquela característica histórica dos derivativos de proteção de riscos. A função econômica de cobertura de risco não está presente em todos os derivativos e em todas as negociações que envolvem derivativos. Haverá casos onde está presente primordialmente a especulação e por esta razão há quem afirme que há casos em que tudo se resume a especulação e que as funções ou vantagens empresariais, de cobertura de risco, estão hoje relegadas para um segundo plano.

Fez-se esta colocação geral para melhor alinhar os conceitos e chamar a atenção para a nova realidade, suas dificuldades e seus desafios, e, naturalmente, porque a adoção de ambos os instrumentos – contratos de investimento coletivo e derivativos – na esfera regulatória da CVM facilita muito a solução da questão.

Nesse sentido, não nos aventuraremos aqui a precisar qual seria, do ponto de vista jurídico, a natureza dos derivativos e em que medida eles se correlacionam ou não com os valores mobiliários. É tarefa que não só refoge ao objeto deste voto, mas também ao fôlego deste relator. Com efeito, como disse José de Oliveira Ascensão³¹², os derivados são a figura mais misteriosa de todas quantas neste domínio se defrontam. Começando logo pela relação que possam ter com a categoria-base "valor mobiliário". Felizmente, para o caso presente, isto não é preciso para dar solução à questão. Conforme ensinou Garcia Maynes, classificar é um problema de perspectiva e que as classificações somente têm valor quando em atendimento às necessidades da ordem prática ou a necessidades sistemáticas. (Introducción al Estuddio del Derecho, p. 78)³¹³

No caso presente é irrelevante a classificação do instrumento, posto que seja um Contrato de Investimento Coletivo, ou seja, um derivativo, a solução jurídica

contrato não são transferidos, diversamente dos títulos de crédito e dos valores mobiliários tradicionais" (Cf. Osório de Castro, *Valores Mobiliários*, pp. 50, 51). Cf. CASTRO, 1998.

³¹⁰ MILLER, 1997.

³¹¹ PARTNOY, 1999, p. 3.

³¹² Nota original: *Substantivamente não é um valor mobiliário, na medida em que não é um direito representado, que atribui uma especial legitimação a seu titular. E não é um instrumento para circulação pela razão decisiva de que não há circulação de derivados* (Ascensão, *Direitos dos Valores Mobiliários*, vol. III, p. 48). Cf. ASCENSÃO, 1997.

³¹³ GARCÍA MAYNEZ, 2002.

aplicável - e bem assim o regime jurídico - é a mesma, que é trazê-lo para a competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Da estrutura apresentada para os CEPACs ressalta evidente a oferta ao público para captação de recursos. Isto já de si deveria ser suficiente para se afirmar que o instrumento deveria, quando assim ofertado, estar sujeito à competência da CVM.

Examinando mais detidamente os contornos dos CEPACs entendo que as características de um contrato de investimento coletivo estão presentes.

Com efeito, conforme a definição legal, são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

A doutrina já se posicionou no sentido de que esta definição buscou óbvio amparo no conceito americano de "security", que inclui o de "investment contracts", cujos elementos essenciais ficaram definidos na decisão do caso W. J. Howey.

Penso que estes elementos estão presentes nos CEPACs, pois há apelo à poupança pública, mediante esforço de colocação pública, de um instrumento de massa, no caso um certificado, que garante direitos homogêneos aos seus titulares. Os investidores ao se disporem a investir nos CEPACs têm expectativa de ganho financeiro, que deverá ser obtido mediante a negociação destes títulos no mercado secundário, até que alguém resolva utilizar dos CEPACs para a construção.

Além disso, os CEPACs reúnem outras características que são próximas, senão próprias, dos valores mobiliários tradicionais: (i) a existência de uma emissão, com captação de recursos para financiar uma atividade; (ii) a existência de um certificado, que corporifica e externa os direitos oriundos do CEPAC, permitindo a circulabilidade e transmissão mediante tradição e não cessão de direitos; e (iii) a negociação em um mercado secundário.

O fato de o emissor não ser sociedade anônima não retira do CEPAC, nem de qualquer outro instrumento que, pelo art. 2º da Lei nº 6.385/76 seja considerado como tal, a natureza de valor mobiliário. A questão relevante, contudo, é que atrai a competência da CVM e esta, no exercício de sua competência, pode entender que o emissor de certos valores mobiliários deve revestir-se da forma de sociedade anônima. Mas o não atendimento desta exigência – quando ela existe – não desnatura o valor mobiliário, mas apenas faz com que a colocação seja realizada em desconformidade com a regulação própria, sendo, portanto, irregular, sujeita às providências da CVM, inclusive uma *stop order*³¹⁴.

Tanto é assim que diversos valores mobiliários inseridos no rol do art. 2º não são tradicionalmente emitidos por sociedade anônima (eg. quotas de fundos ou clubes de investimentos) e outros sequer são emitidos (e.g. contratos de derivativos).

³¹⁴ No sentido dado pelo texto, *stop order* é uma deliberação da CVM informando ao público em geral que determinada oferta pública de valor mobiliário é irregular e determinando ao responsável que suspenda a operação. Há exemplos de *stop order* nas notas 217 e 218. Ressalte-se que essa expressão pode ter significado diverso, cf. <http://www.sec.gov/answers/stopord.htm> (acesso em janeiro de 2013).

A circunstância da Instrução CVM nº 270³¹⁵ exigir que os emissores de contratos de investimento coletivo sejam revestidos da forma de sociedade anônima, a meu juízo, não serve para dizer que o CEPAC não seria um contrato de investimento coletivo, mas significa, apenas, como visto, que caso fosse ofertado publicamente estaria em desconformidade com a regulação vigente. Daí que, caso se entenda que o CEPAC seja um valor mobiliário poder-se-ia alterar a Instrução CVM nº 270, para que cuide das peculiaridades dos CEPACs ou mesmo fazer regulação específica, o que me parece mais conveniente.

De outro lado, embora possa concordar com a manifestação da PFE-CVM quando diz que, no caso, não haveria direito de parceria, não me parece que este ponto seja importante para descaracterizar o CEPAC como valor mobiliário, isto é, como instrumento de investimento coletivo.

É que, a meu ver, a referência que se faz a direito de participação, parceria ou de remuneração, está ligada diretamente à expectativa de ganho, aí incluídos remuneração e lucro, que se espera auferir com o investimento feito ao adquirir um valor mobiliário. Esta expectativa de ganho deve ser entendida em sentido amplo, daí porque a própria redação da lei dá esse testemunho ao dizer por direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive de prestação de serviços. Tudo indica que a lei pretendeu cobrir qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento.

No caso, parece-me claro que o investidor de CEPAC, ressalvado aquele que compra para o próprio consumo, realiza o investimento na expectativa de obter um ganho futuro, um rendimento, que compense o risco assumido e remunere adequadamente o seu investimento. Como todo investimento de risco, o rendimento é apenas uma possibilidade, que pode não se materializar.

Esse ganho seria decorrente da valorização da área e da demanda pelos títulos por parte daqueles que pretendam aumentar seu potencial de construção na área.

É importante ressaltar que a expectativa de ganho deve ser a razão central do investimento para efeito de caracterizar o valor mobiliário. O ganho como uma vantagem acidental ou adicional, ancilar, pode vir a descaracterizar o instrumento como um valor mobiliário.

Aliás, isto tudo, a bem da verdade, decorre do conceito de investimento, que não por acaso qualifica o contrato ou título como valor mobiliário.

Portanto, havendo a expectativa de ganho e sendo esta a razão principal do investimento, está atendida a condição que faltava para que os CEPACs sejam considerados contratos de investimento coletivos.

Não cabe, então, uma leitura reducionista, notadamente em razão de ser o conceito no caso nitidamente instrumental e funcional, como dito.

Ser um contrato de investimento coletivo, todavia, não significa dizer que não seja também um derivativo, pelas razões afirmadas na consulta, de onde se extrai os seguintes excertos:

³¹⁵ Revogada pela Instrução CVM nº 480, de 07.12.2009.

"Conforme já acima se demonstrou, o Estatuto da Cidade trata o CEPAC como um título para negociação impessoal (não negociada) e de massa (não individualizada), cujo preço deve ser fixado pelas forças de mercado.

A razão para tal tratamento é possibilitar o ingresso no âmbito das operações urbanas de investidores em geral, mesmo sem serem detentores de terrenos ou outros interesses, compartilhando os riscos da valorização (ou desvalorização) da região.

Aliás, o par. 1º, do art. 32, do Estatuto da Cidade, ao tratar da participação nas operações urbanas consorciadas, faz referência não só aos "proprietários, moradores, usuários permanentes", mas também a "investidores privados".

Antes da criação do CEPAC, já se viu, o potencial adicional de construção não podia ser objeto de um investimento separado, independentemente de um terreno e de um projeto determinados.

Com a aquisição de um CEPAC qualquer um poderá participar da valorização do metro quadrado construído na região, já que o valor do CEPAC guarda proporção com o valor de venda do metro quadrado construído.

Isso possibilita ao titular de interesses na área da operação, como o proprietário, se hedgear (ou se proteger) contra a valorização da região, que afetaria o custo da outorga e, conseqüentemente, o custo da construção.

Se o adquirente do CEPAC não for titular de interesses na região, estará apenas apostando na valorização do metro quadrado, realizando operação de mera especulação.

O Município, emitente dos CEPACs, de outro lado, se protege contra a eventual desvalorização do metro quadrado construído, o que reduziria o valor da outorga e, por via de conseqüência, os recursos disponíveis para as intervenções urbanísticas na área delimitada para a operação urbana. Por óbvio, caso acredite que a valorização da região será muito alta, pode o Município deixar de emitir CEPACs, guardando parte de seu estoque (relembre-se que o potencial adicional de construção é limitado e que a lei que cria a operação urbana deve fixar quantidade determinada de CEPACs a serem emitidos), aguardando a valorização.

Do ponto de vista do hedge, não há, portanto, qualquer diferença entre o lançamento de CEPACs e o lançamento de um contrato futuro de arroba de boi, por exemplo, salvo o fato de que no lançamento do contrato futuro não há a realização imediata do valor do contrato pelo lançador. Mas isso não é razão para que se descaracterize o hedge.

O mesmo se passa com os tomadores de um contrato futuro de arroba de boi e o tomador de um CEPAC. Sempre do ponto de vista do hedge, estão em situação absolutamente idêntica, não havendo qualquer razão para diferenciá-los, salvo o fato de que, no caso dos CEPACs, há pagamento imediato pelo tomador, o que não ocorre no caso do tomador de um contrato futuro de arroba de boi."

De fato, dada a amplitude do conceito de derivativos, que já foi antes destacada, também não se pode discordar de que se esteja diante de um derivativo.

A ponderação da SRE no sentido de que não há transparência nem tampouco informação pública a respeito da formação do preço do ativo subjacente, que não necessariamente é realizado em condições de mercado ou como resultado das condições gerais de funcionamento da economia também não descaracteriza o derivativo. Considero, contudo, que a política regulatória dos derivativos ofertados publicamente a investidores em geral deve, entre outros elementos, considerar o risco da opacidade do ativo subjacente.

Noto, contudo, que os elementos presentes nos CEPACS os aproxima mais das características dos valores mobiliários tradicionais do que dos derivativos tradicionais. Nesse sentido, diferentemente dos derivativos tradicionais não há liquidação por diferença, não há contrato, não há possibilidade de reversão, mas sim de alienação, não se cuida de contrato, mas de certificado, etc.

Da mesma forma que uma ação pode ser um derivativo, nada impede que um contrato de investimento coletivo seja também um derivativo. Qual atrai ou qual prepondera é indagação que me furto a responder. O que importa, no caso, é que a consequência prática para a solução do presente caso tende a ser nenhuma, dado que ambos são considerados valores mobiliários e sujeitos à competência da CVM. Do mesmo modo, entendo que os CEPACS, por sua especificidade, merecem regulação própria, de sorte que nem mesmo discussão sobre regulação de regência será aplicável.

Feitas todas estas considerações, entendo que o CEPAC é um instrumento que, quando ofertado publicamente, deve ser regulado pela CVM, e que para isso sugiro a elaboração de uma regulação específica³¹⁶.

³¹⁶ Sugestão levada a efeito na Instrução CVM nº 401, de 29.12.2003.