

A IMPORTÂNCIA DA ATIVIDADE FINANCEIRA NA ECONOMIA E O PAPEL DO ESTADO NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

THE IMPORTANCE OF FINANCIAL ACTIVITY IN ECONOMY AND THE ROLE OF THE STATE IN CAPITAL MARKETS REGULATING

Vinicius Figueiredo Chaves¹

RESUMO: O presente artigo tem o propósito de investigar o papel do Estado na regulação do mercado de capitais, em tempos de protagonismo da atividade financeira no conjunto das economias. De início, buscou-se conceituar e destacar a importância do fenômeno da intermediação financeira no contexto das economias de mercado, com a apresentação das principais noções sobre suas variáveis-chave, poupança e investimento. Em seguida, foram analisadas as funções gerais e importância de um sistema financeiro para a alocação de capital numa economia. Diante da averiguação da relevância dos mecanismos de mobilização de capital para o desenvolvimento, partiu-se para a análise da estrutura e dos objetivos constitucionais do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais, um dos seus quatro segmentos. Depois de identificar que o tema do financiamento se apresenta como fenômeno econômico com projeção no Direito, passou-se ao estudo da intervenção do poder público no mercado, através da disciplina jurídica das relações financeiras realizadas no seu âmbito. A conclusão foi a de que a regulação se apresenta como uma forma de intervenção indireta do Estado, que deve ser assumida como incumbência prioritária em função do interesse público de manutenção do funcionamento eficiente dos mercados. Em relação à medida da regulação, recomenda-se a aplicação do princípio da subsidiariedade, que impõe um modelo conciliador, isto é, a conjugação da liberdade necessária aos mercados com a intervenção indispensável.

PALAVRAS-CHAVE: Sistema financeiro; mercado de capitais; regulação.

ABSTRACT: This paper aims to investigate the role of the state in capital markets regulating, in times of ownership of financial activity in all economies. Initially, it attempted to conceptualize and highlight the importance of the phenomenon of financial intermediation in the context of market economies, with the presentation of the main notions about their key variables, savings and investment. Then the general functions and importance of the financial system for the allocation of capital in an economy were analyzed. Given the relevance of the investigation of the mechanisms to mobilize capital for development, broke for the analysis of the structure and constitutional objectives of the national financial system and capital market, one of its four segments. After identifying the topic of financing is presented as an economic phenomenon with projection in the law, it moved to the study of government intervention in the market through the legal discipline of financial relations within their scope. The conclusion was that the regulation is presented as a form of indirect state intervention, which must be assumed as a priority task in the public interest to maintain the efficient functioning

¹ Doutorando em Direito pela UERJ, na linha de pesquisa empresa e atividades econômicas; Professor Auxiliar da UNESA; Professor Substituto da UERJ; Professor Substituto da UFF.

of markets. Regarding the extent of regulation, the paper proposes the application of the subsidiarity principle, which imposes a conciliatory model, the combination of freedom required to markets with the necessary intervention.

KEYWORDS: Financial system; capital markets; regulation.

1. INTRODUÇÃO

O papel do Estado em suas relações com o mercado sempre constituiu assunto dos mais discutidos. Após um longo período onde o foco das polêmicas foi a questão da dimensão da intervenção na economia, o centro dos debates se desloca aparentemente para a sua natureza.

Em tempos de protagonismo da atividade financeira no conjunto das economias, cresce de importância não somente o estudo das diferentes alternativas de organização financeira, como também a disciplina jurídica das relações realizadas no âmbito dos mercados. A questão passa a compor tema central dado ao interesse público na manutenção de um mercado o mais eficiente possível; e também controverso, em função das discussões sobre a intensidade da intervenção estatal.

Hodiernamente, a intervenção se manifesta especialmente através do instituto da regulação. Questões relativas à matéria têm ocupado espaço relevante no plano internacional em abordagens interdisciplinares, tanto nas esferas privadas quanto nas públicas, todavia, têm sido pouco verificadas no âmbito da academia brasileira. Justificam-se os esforços no sentido da investigação da temática do financiamento, fenômeno econômico com projeção no Direito.

Assim, o objetivo do trabalho é investigar o papel do Estado na regulação do sistema financeiro. Essa abordagem, necessariamente multidisciplinar, consiste na averiguação da forma mais ajustada de intervenção do poder público, considerada uma análise crítica da ordem jurídica brasileira.

Não obstante a variedade de opções institucionais de organização financeira, o presente estudo terá seu foco no mercado de capitais, frente à sistemática econômico-financeira institucionalizada na Constituição de 1988. Em meio às diversas questões fundamentais possíveis, uma assume especial relevância e constitui o problema desta pesquisa: i) Por que e em que medida regular o mercado de capitais? Em busca de respostas a esta indagação, o trabalho foi concebido da seguinte forma:

No primeiro item, são apresentadas as premissas gerais que fundamentam o trabalho, isto é, o fenômeno da intermediação financeira e as diferentes alternativas de organização institucional financeira. Posteriormente, examina-se de forma ampla o sistema financeiro e suas relações com o desenvolvimento, para em seguida apresentar as principais características do sistema financeiro nacional, seus objetivos constitucionais e funções, bem como estrutura, organização e funcionamento. A pesquisa prossegue com a análise do mercado de capitais e seus dois principais segmentos, com a descrição de sua importância econômica e social e condições para o seu desenvolvimento. Em seguida, investiga-se o papel do Estado na regulação do mercado de capitais, com prévio exame da função reguladora, em si, enquanto modalidade de intervenção indireta na economia; e de maneira específica a regulação no plano dos mercados financeiros e de capitais. Por fim, apresenta-se o Direito do Mercado de Capitais, com seus objetivos principais de regulamentação, além do papel da Comissão de Valores Mobiliários.

A metodologia do presente estudo é pautada por um caráter interdisciplinar. Foram perseguidas contribuições de diferentes campos do conhecimento, em especial Direito e Economia, para a edificação de um pensamento sistêmico voltado à identificação das interconexões necessárias entre os objetos de estudo. A pesquisa teve base em fontes como livros, monografias, artigos científicos, publicações periódicas, impressos diversos, assinadas por autores contemporâneos, mas sem se esquivar das lições dos clássicos, em âmbito nacional e internacional, além de busca documental em sítios eletrônicos.

2. A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E AS DIFERENTES ALTERNATIVAS INSTITUCIONAIS DE ORGANIZAÇÃO FINANCEIRA

Qualquer estudo que tenha como objeto a análise de temas relacionados aos sistemas financeiros, assim como em relação aos mercados que o compõem, depende de um entendimento adequado do fenômeno da intermediação financeira. Trata-se do conjunto de operações que têm como objetivo propiciar a transferências de recursos financeiros entre poupadores e tomadores de capital (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

A exata compreensão desses mecanismos de intermediação não pode prescindir da análise de dois conceitos clássicos da teoria econômica: poupança e investimento. Interessante

o exemplo encontrado na doutrina, que facilita o adequado entendimento dos referidos conceitos:

O exemplo clássico que permite a imediata compreensão dos conceitos de poupança e investimento é o da chamada economia de Robinson Crusóe. Crusóe, após sobreviver a um naufrágio, passou a habitar uma ilha deserta, alimentando-se do produto de sua pescaria diária. Podemos imaginar que, após algum tempo, decide fabricar uma rede, com o que aumentaria a quantidade de peixes pescados e teria mais tempo para o lazer. Para ter um dia inteiro dedicado a fabricar a rede, deveria diminuir o seu consumo diário de peixe, de sorte que a quantidade pescada pudesse alimentá-lo por dois dias. O primeiro ato, de abstenção de consumo, constitui tipicamente um ato de poupança, que pode ser definida como a parte da produção não consumida. Já o segundo ato, de utilização dos recursos poupados para a produção da rede, um bem de capital, constitui um investimento. Na economia primitiva de Crusóe, as figuras de poupador e investidor concentram-se na mesma pessoa, que pode, ademais, ajustar os volumes desejados de poupança e investimento. Já na moderna economia de mercado, existe uma multiplicidade de agentes econômicos – governo, empresas, unidades familiares, indivíduos, etc. – com intenções diversas de investimento e poupança, que assim podem ser classificados: os agentes ‘deficitários’, que são aqueles cujas pretensões de investimento excedem a sua capacidade de geração de poupança; e os agentes ‘superavitários’, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento (EIZIRIK *et al*, 2011, p.1).

Esses dois componentes são variáveis fundamentais e podem ser entendidos como o núcleo de todo e qualquer sistema financeiro, desse modo, elementos-chave no funcionamento de uma economia. Consequentemente, qualquer política ou plano de desenvolvimento deverá estabelecer, dentre seus objetivos, a tarefa de criação de instituições capazes de aumentar a eficiência do processo de mobilização dos excedentes para o investimento (TRUBEK; VIEIRA, 2011).

Para Andrea Andrezo e Iran Lima (2007), é possível definir poupança como a parte da renda não consumida, ao passo que o investimento consistiria na utilização dos recursos poupados, próprios ou de terceiros, com a meta de aumentar a capacidade produtiva. Assim, a ideia central que está por trás do conceito de investimento consiste na aplicação de recursos presentes, voltados a melhorias de produção e maior geração de riqueza futura (LAMEIRA, 2003), o que é determinante para a elevação dos padrões gerais de desenvolvimento, qualidade de vida e bem-estar de uma sociedade.

Os conceitos apresentados acima permitem concluir: ambos os institutos se encontram interligados, ou seja, “para que exista investimento, é necessário que ocorra prévia

ou simultaneamente poupança e que existam instituições e mecanismos capazes de transformar esses excedentes em investimento” (ANDREZO; LIMA, 2007, p.3-4). Então, a transformação da poupança em investimento produtivo depende da presença destas instituições e mecanismos aptos a operar a transferência de recursos entre agentes poupadores, que os possuem em excesso, e agentes tomadores, vale dizer, aqueles que necessitam de capital.

Certamente, a canalização de fluxos financeiros para as alternativas socialmente mais desejáveis de investimento é de crucial importância para qualquer sociedade econômica moderna, com impactos positivos na produtividade, eficiência e, conseqüentemente, no bem-estar dos indivíduos. Daí decorre o dever do Estado de fomentar a acumulação de poupança e estimular o seu direcionamento para o investimento, que irá desaguar num maior nível de captação de recursos por parte dos agentes econômicos, incrementando as possibilidades de geração de riqueza. E o sistema financeiro, através de suas instituições e instrumentos, é o responsável pela intermediação desses recursos, possibilitando o acúmulo e alocação eficiente das poupanças para incrementar a economia, “porque alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos de uns para outros” (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 1). Quanto ao tema, importante destacar as seguintes lições:

O mercado financeiro deve possibilitar que os agentes econômicos sejam colocados em contato, direto ou indireto, a um custo mínimo e com as menores dificuldades possíveis. Ao fazer isso, esse mercado possibilita uma otimização da utilização dos recursos financeiros da economia, resultando em um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem-estar da sociedade (ANDREZO; LIMA, 2007, p. 3-4).

Basicamente, pode-se dizer que os sistemas financeiros dos Estados contemporâneos se encontram baseados em diferentes tipos de organização institucional financeira (sistemas baseados nos mercados de capitais; sistemas baseados na participação dos governos e bancos públicos; e sistemas baseados em instituições financeiras privadas), com igual diversidade no que diz respeito ao modo de desempenho de suas funções. Neste sentido, vale transcrever as seguintes observações:²

² Texto no original em inglês: “*There are three distinct types of financial systems, each of which has different consequences for the political ties between banks, industry and finance, as well as different implications for the*”

Existem três distintos tipos de sistemas financeiros, cada um com consequências diferentes para os laços políticos entre bancos, indústria e finanças, assim como implicações diferentes para o processo de mudança industrial. Os três tipos são: i) um sistema baseado no mercado de capitais com recursos alocados pelos preços estabilizados em mercados competitivos; ii) um sistema de crédito baseado em preços administrados pelo governo; e iii) um sistema de crédito dominado por instituições financeiras (ZYSMAN, 1994, p. 55, tradução nossa).

Estas diferentes opções institucionais de organização financeira implicarão em modos diversos de ajuste às realidades dos Estados nacionais, os quais estruturarão arranjos internos compatíveis com as ideologias consagradas em suas constituições, levando em consideração os respectivos sistemas econômicos adotados, seus fundamentos, princípios e objetivos fundamentais estabelecidos para serem alcançados. Tais escolhas políticas são primordiais e cruciais para a promoção do desenvolvimento, visto que a partir delas os sistemas financeiros se tornarão mais ou menos capazes e adequados a realizar as funções que deles se esperam.

3. SISTEMA FINANCEIRO E AS SUAS RELAÇÕES COM O DESENVOLVIMENTO

A literatura tem reconhecido um sistema financeiro como estrutura, programa e propósitos (NASCIMENTO, 1989). Na verdade, consiste em um conjunto de instituições voltadas a propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo contínuo de recursos entre poupadores e investidores (FORTUNA, 2002), isto é, a transferência de capitais dos ofertadores finais para os tomadores finais. Dentre outros objetivos, visa criar condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado (RUDGE; CAVALCANTE, 1996), possibilitando a sua negociação.

O sistema financeiro se encontra baseado em um processo contínuo de mudança que almeja maximizar a utilidade que o capital representa (LAMEIRA, 2003). Possibilita que determinado agente, “sem perspectivas de aplicação, em algum empreendimento próprio, da

process by which industrial change occurs. The three types are: i) a system based on capital markets with resources allocated by prices established in competitive markets; ii) a credit-based system with critical prices administered by government, and; iii) a credit-based system dominated by financial institutions” (ZYSMAN, 1994, p. 55).

poupança que é capaz de gerar, seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança” (FORTUNA, 2002, p. 6). Ao viabilizar dita transferência, contribui para a alocação ótima de meios financeiros na economia – melhor aproveitamento dos recursos escassos para a maior geração possível de riqueza e bem-estar -, e se constitui como importante instrumento para a consecução dos objetivos fundamentais das sociedades econômicas contemporâneas.

Para Fernando Santos (2001), nos dias atuais, difícil imaginar uma economia sem instituições financeiras: tal situação se apresentaria como extremamente ineficiente, dado que cada agente econômico somente poderia investir se tivesse construído poupança, o que impossibilitaria que indivíduos desprovidos de meios financeiros levassem a cabo bons projetos de investimento. Deste modo, é possível afirmar que o sistema financeiro, ao possibilitar a cessão de recursos dos indivíduos com poupança positiva aos que não a detêm, realiza uma função fundamental, que pode ser considerada intimamente relacionada com a temática do desenvolvimento.

Segundo a doutrina, “não há um país desenvolvido sem um bom sistema financeiro” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 449). Consequentemente, a crucial e complexa questão da temática do desenvolvimento equilibrado “vincula-se diretamente com a necessidade de uma mobilização da poupança nacional adequada, que direcione o financiamento para aqueles carentes de capital” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 264), mas com bons projetos de investimento.

3.1. Sistema financeiro nacional

Conforme ensina Simone Nunes (2000), a Constituição de 1988 foi a primeira na experiência brasileira a dar tratamento ao sistema financeiro, criando um artigo específico, o de número 192, constante de seu capítulo IV, do título VII (“Da Ordem Econômica e Financeira”).

Na redação original da Carta de Outubro, o art. 192 era assim definido:³

³ CRFB/88. Brasília: Ministério da Educação/Esplanada dos Ministérios, 1988, p. 127-129.

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá sobre:

I – a autorização para o funcionamento das instituições financeiras, assegurado às instituições bancárias oficiais e privadas acesso a todos os instrumentos do mercado financeiro bancário, sendo vedada a essas instituições a participação em atividades não previstas na autorização de que trata este inciso;

II – autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador e do órgão oficial ressegurador;

III – as condições para a participação no capital estrangeiro nas instituições a que se referem os incisos anteriores, tendo em vista, especialmente:

a) os interesses nacionais;

b) os acordos internacionais;

IV – a organização, o funcionamento e as atribuições do banco central e demais instituições financeiras públicas e privadas;

V – os requisitos para a designação de membros da diretoria do banco central e demais instituições financeiras, bem como os seus impedimentos após o exercício do cargo;

VI – a criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União;

VII – os critérios restritivos da transferência de poupança de regiões com renda inferior à média nacional para outras de maior desenvolvimento;

VIII – o funcionamento das cooperativas de crédito e os requisitos para que possam ter condições de operacionalidade e estruturação próprias das instituições financeiras;

§ 1º A autorização a que se referem os incisos I e II será inegociável e intransferível, permitida a transmissão do controle da pessoa jurídica titular, e concedida sem ônus, na forma da lei do sistema financeiro nacional, a pessoa jurídica cujos diretores tenham capacidade técnica e reputação ilibada, e que comprove capacidade econômica compatível com o empreendimento.

§ 2º Os recursos financeiros relativos a programas e projetos de caráter regional, de responsabilidade da União, serão depositados em suas instituições regionais de crédito e por elas aplicados.

§ 3º As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não

poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.

A Emenda Constitucional nº 40, de 2003, além de alterar a redação do *caput* do art. 192, revogou todos os seus incisos, alíneas e parágrafos. Desde então, o texto constitucional passou a ostentar a seguinte conformação:

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.

Tal dispositivo se encontra inserido numa Constituição que faz alusão a uma única ordem ao invés de duas. Em outras palavras, a Carta Política não sistematiza uma “ordem econômica” e uma “ordem financeira”, mas um conjunto de regras e princípios que englobam a normatização tanto da atividade econômica quanto da financeira, indicativo da estreita inter-relação entre ambas. Portanto, a dinamização e maximização do “econômico” guarda estreita conexão com o “financeiro”, vale dizer, com a criação de adequados instrumentos e mecanismos que lhe deem suporte e condições de impulsionar o exercício da atividade econômica e promover o desenvolvimento.

Ao se analisar o arranjo institucional nacional, nota-se a presença de inúmeros órgãos, entre eles: i) Conselho Monetário Nacional; ii) Banco Central do Brasil; iii) Banco de Desenvolvimento Econômico e Social; iv) Comissão de Valores Mobiliários; e v) outras instituições, públicas e também privadas, tais como os bancos comerciais e de investimento, assim como as caixas econômicas. Percebe-se também que o sistema financeiro é segmentado em subsistemas, com a formação de diferentes mercados: i) mercado de crédito; ii) mercado monetário; iii) mercado cambial; e) mercado de capitais, com as operações realizadas no âmbito destes mercados submetidas ao poder de polícia administrativa do Banco Central (crédito, monetário e cambial) ou ainda da Comissão de Valores Mobiliários (NUNES, 2000, p. 30). Pode-se dizer, assim, que o arranjo brasileiro contempla os três tipos de organização institucional financeira (sistemas baseados nos mercados de capitais, sistemas baseados na

participação dos governos e bancos públicos e sistemas baseados em instituições financeiras privadas) identificados por John Zysman (1994).⁴

3.1.1. Objetivos constitucionais e funções

Como visto, o sistema financeiro nacional compõe o capítulo IV, do título VII da CRFB/88, sendo, portanto, parte integrante da ordem econômica e financeira constitucional. Tal como descrito no art. 192, tem como objetivos promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade. Além destes objetivos expressos tem o escopo implícito de garantir a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento econômico e social,⁵ viabilizando a transferência de recursos entre poupadores e tomadores de capital.

No que tange às funções, é agrupado segundo aspectos creditícios ou patrimoniais, que assim podem ser identificados: i) crédito de curto prazo (pelos bancos comerciais e bancos múltiplos, caixas econômicas, cooperativas de crédito, *factoring*); ii) crédito de médio e longo prazo (pelos bancos de investimento e desenvolvimento, *leasing*); iii) crédito ao consumidor (pelas “financeiras”, Caixa Econômica Federal, *leasing* e consórcios); iv) crédito habitacional (pelas Caixas Econômicas, Companhias de Crédito Imobiliário, bancos múltiplos e consórcios); v) intermediação de títulos e valores mobiliários (pelas sociedades corretoras e distribuidoras); vi) seguro e capitalização (pelas seguradoras, fundações de seguridade social, companhias de capitalização); vii) arrendamento mercantil (RUDGE; CAVALCANTE, 1996, p. 48-49).

3.1.2. Estrutura, organização e funcionamento

Em relação ao Sistema Financeiro Nacional, deve-se destacar que “a sua estrutura, as entidades que o compõem, as relações entre todas elas e suas atribuições são entregues à regulação por lei complementar” (NASCIMENTO, 1989, p. 172). Entretanto, ainda não

⁴ O assunto foi tratado no item “A intermediação financeira e as diferentes alternativas institucionais de organização financeira”.

⁵ O objetivo de garantir a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento econômico e social é expresso no artigo 101 da Constituição da República Portuguesa.

editada a referida lei, “fica valendo como tal, pelo princípio da recepção, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que precisamente instituiu o Sistema Financeiro Nacional” (SILVA, 1996, p. 222).

O referido diploma legal define a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, estabelecendo um conjunto de instituições, mecanismos e instrumentos voltados ao direcionamento da poupança popular para o investimento. Através da leitura de seus dispositivos é possível perceber a sua divisão em dois subsistemas, sendo um normativo e outro operativo: o normativo, através de normas legais expedidas pela autoridade monetária, regula e controla o operativo que, por sua vez, é composto pelas instituições financeiras, públicas e privadas (RUDGE; CAVALCANTE, 1996).

Basicamente, pode-se dizer que é destinado a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros, respectivamente, para poupadores e tomadores de capital. Para a maximização do desempenho de suas funções, foi subdividido em quatro grandes mercados, onde cada um deles agrupa operações específicas estruturadas para o alcance de suas respectivas atribuições, e dotado de instrumentos aptos a realizá-las: i) mercado de crédito; ii) mercado de câmbio; iii) mercado monetário; iv) mercado de capitais. Em relação aos três primeiros, a lição de Valdir Lameira (2003, p. 7-8):

O mercado de crédito é onde se operam a curto, médio e longo prazos, os recursos que se destinam ao financiamento de consumo para os indivíduos e capital de giro para as empresas, através, principalmente de bancos comerciais. As relações contratuais são assumidas em contrato estabelecido entre as instituições financeiras (bancos comerciais ou de investimento) e as empresas (em alguns casos também entre indivíduos e bancos comerciais). Os recursos emprestados por essas instituições financeiras são captados junto a terceiros, e a análise do risco do empréstimo e possíveis perdas daí provenientes serão absorvidas pela instituição financeira, caso esta instituição apresente riscos de insolvência financeira.

No mercado de câmbio se realizam operações que carecem de conversão de moedas para a sua concretização. São, em geral, operações de curto prazo quando dizem respeito a financiamento de importações, adiantamento de crédito às exportações, remessa de dividendos de multinacionais, pagamento de encargos de dívida pública e privada etc. As instituições financeiras que operam nesse mercado são os bancos comerciais e as corretoras de câmbio e valores mobiliários.

O mercado monetário permite ao governo federal controlar, através de operações com diversos prazos de vencimento, que vão desde um dia (curtíssimo prazo) até vários meses ou mesmo anos, os meios de pagamento

(depósitos à vista em bancos comerciais + papel moeda em poder do público), valendo-se basicamente de lançar títulos de dívida pública (União, Estados ou Municípios) resgatáveis e com taxas de juros atraentes para os aplicadores.

Não obstante a sua grande importância para a economia, há casos em que o mercado de crédito é insuficiente para o suprimento das necessidades de financiamento dos agentes econômicos, especialmente porque existem hipóteses de investimentos mais longos e de maior risco, onde os projetos demandam volumes de recursos muito superiores aos que uma determinada instituição financeira poderia emprestar, além dos altos custos dos empréstimos diretos nesse mercado. Estes fatores inviabilizariam determinados tipos de investimentos fundamentais para a economia (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013).

O mercado de capitais surge justamente como alternativa para suprir as necessidades de financiamento desta natureza.

4. MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais, também conhecido como “de valores mobiliários”, é um dos quatro segmentos do mercado financeiro. Integra, portanto, o Sistema Financeiro Nacional, isto é, o conjunto de instituições e órgãos voltados à canalização da poupança ao investimento. Neste sentido, dentro da ótica de especialização nas operações, visando à maximização da eficiência, foi atribuída ao mercado de capitais a função de englobar as mais diversas operações com valores mobiliários⁶ de emissão de sociedades anônimas de capital aberto. Neste sentido, vale destacar a importância do tipo societário sociedade anônima:

⁶ Não existe um conceito legal que defina valores mobiliários. No artigo 2º da Lei 6.835/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários, foi inserido um rol exemplificativo, que inclui uma série de títulos de naturezas diversas. 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 I; 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.

A S.A. é considerada, com razão, uma das instituições fundamentais da economia de mercado, e a lei que a regula é singular pela quantidade de interesses – gerais e particulares – que precisa proteger, compor e hierarquizar (tendo em vista o interesse geral), tais como: (a) o interesse da economia na eficiência da companhia como forma de organização de grupo empresarial e da sua empresa, e como participante no mercado primário de ações, que é a fonte de capital de risco para as empresas; (b) o interesse dos empresários em dispor de instrumentos para reunir os capitais necessários à criação e expansão da empresa; (c) o interesse dos acionistas em participar dos lucros da companhia e preservar o valor de seus direitos; (d) o interesse dos investidores no funcionamento regular, livre de fraudes ou manipulações, dos mercados de valores mobiliários, e em ter acesso a informações sobre esses valores e as companhias que os emitem; (e) o interesse dos administradores profissionais e empregados na preservação dos seus cargos, empregos e salários; (f) o interesse dos credores da companhia na proteção e realização dos seus créditos; (g) o interesse das comunidades em que atua a empresa nas suas funções de criar e repartir a renda (PEDREIRA, 2002, p. 7-8).

O objetivo principal é a obtenção de financiamento para companhias já existentes, ou mesmo em vias de constituição, de forma a possibilitar o desenvolvimento de seus projetos empresariais. Segundo Otávio Yazbek (2007, p. 131), há ainda um objetivo adicional: a repartição de riscos referentes ao exercício de atividade econômica.

Basicamente, pode-se dizer que se trata do “mercado no qual são negociados valores mobiliários” (KUMPEL, 2007, p. 44). Seguindo entendimento mais abrangente, da própria Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda (criada pela Lei nº 6.385/76), o mercado de valores mobiliários pode ser assim conceituado:

O segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, em volume e custos satisfatórios, através da emissão de instrumentos adequados quanto ao retorno, prazo e liquidez, com o objetivo principal de viabilizar projetos de investimentos (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013, p. 21).

Conforme descreve José Proença (2005), é possível afirmar que o mercado de valores mobiliários possui relevante função socioeconômica: contribui diretamente para promover a formação de capital e realizar a intermediação entre a poupança e o investimento, promovendo aumento da eficácia da aplicação econômica do capital disponível, visto que, em seguida, essa poupança será alocada e transformada em investimentos produtivos e de longo prazo. Em outras palavras, pode-se dizer que esse mercado organizado propicia um ambiente

que põe em contato diversos sujeitos econômicos: de um lado, agentes poupadores, que possuem recursos em excesso; de outro, agentes tomadores, vale dizer, aqueles que necessitam de capital, constituindo-se como fator importante no processo de mobilização de recursos e de sua canalização para os investimentos (VASCONCELOS; GARCIA, 2005). Conseqüentemente, considerada a relevância do mercado de capitais para a transmissão de fundos entre os agentes,⁷ percebe-se que o desenvolvimento dos países se encontra intimamente relacionado ao desenvolvimento do seu mercado de capitais (SANTOS, 2001), por seu papel importante neste processo de municiar recursos permanentes para a economia (ASSAF NETO, 2012). Trata-se, assim, de um “pressuposto instrumental de um processo de desenvolvimento autossustentado” (CABRAL, 2002, p. 35).

4.1. Os dois segmentos principais do mercado de capitais: mercado primário (de emissão) e mercado secundário (de negociação)

Não seria possível compreender o funcionamento do mercado com a objetividade devida, sem apresentar os seus dois principais segmentos, indicadores representativos da parte mais relevante de sua estrutura. Embora ambos alberguem as chamadas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a apresentação da distinção é bastante relevante em termos econômicos. Antes, interessante ressaltar o próprio conceito de oferta pública, “operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais” (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 135).

⁷ Em livro publicado em 1979, contendo ensaios de interpretação econômica no âmbito da América Latina, há um artigo da Comissão Econômica para a América Latina, CEPAL -, que trata do desenvolvimento do sistema financeiro da região nos anos anteriores. Ao mesmo tempo em que se destacava a importância do mercado de capitais no contexto do desenvolvimento (“Já é aceito de maneira mais ou menos generalizada que a criação de um ‘mercado de capitais’ é uma condição necessária e suficiente para elevar a taxa global de poupança, já que a intermediação financeira eficiente se traduziria em maior mobilização dos excedentes da comunidade e em seu investimento em setores básicos para o desenvolvimento econômico.”), por outro lado, sugeria-se a necessidade de criação das chamadas “instituições financeiras desenvolvimentistas” (“A experiência parece ensinar que, exceto quando são expressamente criadas instituições financeiras ‘desenvolvimentistas’ sob controle do setor público, dificilmente um país pode resolver os problemas de transferência inter-setorial de recursos para os setores mais atrasados ou para novos setores ou regiões, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros.”), pois boa parte das operações realizadas na América Latina não era destinada ao financiamento do investimento real em novas atividades ou setores considerados prioritários para o desenvolvimento (CEPAL, 1979, p. 108-109).

Entende-se por mercado primário o lançamento de valores mobiliários emitidos diretamente pelas companhias, operações que consistem na oferta de novos títulos ao mercado (KUMPEL, 2007). Quem os vende, portanto, são as próprias companhias emissoras, que irão utilizar o produto da venda para financiar seus investimentos (ASSAF NETO, 2012). Como advertem Elias e Gama, a função primordial deste segmento consiste na captação de recursos para os agentes econômicos mediante a emissão destes títulos, que podem ser subscritos pelos próprios acionistas ou colocados em oferta pública, a partir da qual qualquer investidor poderá adquiri-los (ELIAS; GAMA, 1979). A emissão pública deve ser realizada, em regra, com a intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, conhecidas como “intermediárias”, tais como bancos de investimento, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras. O referido processo é chamado de *underwriting*: normalmente se forma um *pool* de instituições para a operação e a participação em questão é fundamental ao sucesso da colocação pública, pois as instituições auxiliam diretamente os emissores no cumprimento das exigências e requisitos formulados pela Comissão de Valores Mobiliários no que tange às ofertas de distribuição.

No mercado primário, o investidor será o primeiro adquirente dos valores mobiliários, sendo os provenientes da operação direcionados diretamente para o caixa das companhias, garantindo, assim, o suprimento de uma de suas maiores necessidades, ou seja, recursos para o financiamento das atividades e projetos de investimento. Relacionam-se, assim, as sociedades emissoras e os compradores dos títulos por elas colocados no mercado: estes dispostos a investir nesta aquisição, na expectativa de obtenção de retornos maiores do que os oferecidos nos investimentos tradicionais, como imóveis, cadernetas de poupança, certificados de depósitos bancários etc...; aquelas em busca de recursos para o financiamento de seus projetos;

É justamente no mercado de emissão onde se verifica a mais relevante das funções econômicas do mercado de capitais, isto é, permitir o financiamento de médio e longo prazo das companhias, recursos que poderão ser direcionados para a execução de projetos empresariais transformadores (EIZIRIK *et al*, 2011). Esta função consiste num dos desdobramentos mais relevantes do princípio da garantia da aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento e, como consequência, da incumbência prioritária do Estado de assegurar o funcionamento eficiente dos mercados.

Após a emissão dos títulos e aquisição de sua propriedade no mercado primário por parte dos investidores interessados, há a necessidade de se estabelecer um mercado que permita a posterior negociação dos mesmos. Nesse segmento não se ofertam novos títulos ao mercado.

Com efeito, realizada a aquisição dos valores mobiliários no mercado primário, o investidor poderá almejar converter o investimento realizado, transformando-o novamente em dinheiro (LAMEIRA, 2003), para assim reaver o capital aplicado. Tal operação ocorrerá no mercado secundário⁸ que, portanto, “registra unicamente a transferência de propriedade dos títulos, não impactando diretamente nos fluxos de recursos disponíveis às sociedades emitentes” (GOULART; LIMA; GREGÓRIO, 2006). Pode-se dizer, assim, que a função principal do mercado de negociação é garantir liquidez⁹ aos ativos adquiridos no mercado primário (ELIAS; GAMA, 1979), sendo tal expectativa fundamental para a garantia do sucesso de uma determinada emissão e, num contexto mais amplo, do próprio mercado primário (RACHMAN, 1999). A relevância do mercado de negociação é assim definida pela doutrina:

Para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, é também importantíssimo que o mercado secundário seja ativo, contínuo, transparente e confiável, pois é a ele que o investidor terá de recorrer quando quiser realizar o resultado de sua aplicação (WHITE, 1987, p. 22).

Deve-se reconhecer a relevância de ambos os mercados, que não se excluem. Ao contrário, complementam-se. Há necessária correlação entre eles, na medida em que as emissões primárias somente serão bem sucedidas se existirem negociações secundárias.

⁸ O mercado secundário funciona principalmente nas bolsas de valores, instituições administradoras de mercados, onde são efetuadas operações envolvendo valores mobiliários. As Bolsas de Valores integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, sob a supervisão do órgão regulador. A elas cabe propiciar um ambiente adequado à realização de negócios com valores mobiliários, além de atuar como órgão auxiliar na fiscalização dos respectivos membros e das operações com valores mobiliários nela realizadas, bem como evitar a manipulação de preços e detectar movimentos anormais de mercado, entre outras funções.

⁹ A liquidez é um conceito econômico que, em linhas gerais, indica a possibilidade de transformação de um ativo em dinheiro. Trata-se de um dos fatores que tornam o mercado de capitais atrativo aos olhos dos investidores, na medida em que lhes permite negociar a sua titularidade a qualquer tempo, junto a outros investidores interessados na sua aquisição. Quanto maior a facilidade de negociação de um determinado ativo a preço de mercado, maior será a sua liquidez.

4.2. A importância econômica e social do mercado de capitais e as condições para o seu desenvolvimento

No contexto da economia de mercado, o financiamento é assumido como imprescindível às organizações, especialmente às sociedades anônimas. A obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades é indispensável para o bom desempenho de suas funções econômicas e sociais.

O ingresso de dinheiro no caixa das sociedades contribui extraordinariamente para um significativo aumento na capacidade de desenvolvimento e execução de projetos empresariais, que irá impactar positivamente na geração de empregos para a população, aumento de arrecadação para os entes públicos e desenvolvimento econômico-social. Tal raciocínio resta nítido nas lições de Eleazar Carvalho Filho (2001, p. 59), para quem “o nível de capitalização de empresas tem impacto direto no desenvolvimento econômico de um país”. O autor destaca também o papel social deste segmento do sistema financeiro pela sua contribuição para uma melhor distribuição da riqueza na sociedade, ao possibilitar a repartição da propriedade por um grande número de pessoas.

O mercado de capitais, de um lado, proporciona às sociedades, organizações produtivas que são, mais uma alternativa para o financiamento de suas atividades, a um custo muito menor do que o decorrente de outras fontes de capital, potencializando a sua capacidade de desenvolvimento de projetos empresariais, com reflexos no desenvolvimento econômico-social; por outro lado, propicia aos investidores mais uma excelente opção de investimento, com expectativa de ganhos futuros consideravelmente maiores em relação àqueles obtidos através de outros produtos financeiros e, assim, constitui-se como mecanismo de incentivo para a formação de poupança popular, que representa uma melhor alocação de recursos.

Trata-se de excelente alternativa de alocação de recursos por parte do investidor e de captação de recursos por parte das companhias, desempenhando um papel transformador do próprio ambiente social, que transcende os seus aspectos meramente econômicos, com benefícios para toda a coletividade. Portanto, “é interesse público o desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários que possibilite a adequada transferência de recursos, o crescimento dos agentes econômicos e viabilize o desenvolvimento econômico e social” (ANDREZO, 1999, p. 24).

Para Proença (2005), o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários requer a observância de algumas precondições, entre elas: i) condições mínimas para que o mercado opere livremente; ii) padrões mínimos legais e éticos; iii) grau justo de estabilidade social e política; iv) relativa estabilidade monetária e estrutura básica para instituições financeiras e outros intermediários financeiros. Segundo o autor, é imprescindível a edificação de uma estrutura institucional adequada, capaz de gerar confiabilidade nessas instituições e a manutenção de informações aos investidores.

Os pontos destacados acima evidenciam a relevância das ideias de transparência e confiança no processo de intermediação financeira, sendo as mesmas fundamentais para o crescimento qualitativo do mercado. Quanto ao tema, vale registrar o ensinamento da doutrina:

Deve-se destacar também que a intermediação financeira envolve confiança. Dar e receber crédito é, em última instância, dar e receber confiança, como se observa na origem da palavra do latim *creditum*, que significa confiança. Aquele que entrega recursos a alguém acredita que esses recursos serão administrados de forma a permitir uma adequada remuneração. Nesse sentido, a transparência é fundamental para permitir monitoramento por parte dos poupadores e assegurar uma confiança ainda maior entre os agentes e no próprio mercado (ANDREZO; LIMA, 2007, p. 8).

A intervenção do Poder Público no mercado, através da disciplina jurídica das relações financeiras realizadas no seu âmbito, isto é, o direito do mercado de capitais, deve ser orientado para assegurar e manter a confiança, que dependerá de níveis ótimos de transparência, garantidos por padrões jurídicos e fortalecidos por contornos éticos.

5. PAPEL DO ESTADO NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O conceito de intervenção é muito amplo e engloba diferentes formas de incidência do Estado sobre a economia. Cada momento histórico esteve associado a distintos tipos de técnicas de exercício do poder público no campo econômico: dirigismo, planificação, serviço público, empresa pública, supervisão e regulação. São técnicas diversas, com desiguais intensidades e efeitos produzidos perante o sistema econômico, representando, cada uma delas, uma maior ou menor liberdade de atuação ao setor privado (ORTEGA, 2011).

A atuação do Estado no domínio econômico pode se dar de forma direta ou indireta. A atuação direta se dá mediante a configuração de empresas estatais (empresas públicas e sociedades de economia mista), onde surge como ator do processo econômico, atuando como empresário. Na atuação indireta, o faz na qualidade de agente normativo e regulador da atividade econômica, além de exercer, na forma da lei, a fiscalização, incentivo e planejamento. Em ambas as maneiras, diz-se que se está diante de intervenção do Estado na ordem econômica (SILVA, 1996). Portanto, na esteira do ensinamento de Egon Moreira (2005), é possível considerar a intervenção como gênero, subdividido em duas espécies: a intervenção em sentido estrito (atuação material direta do interventor estatal, através do exercício de atividade econômica) e a regulação.

Para Celso Mello (2011, p. 271), três são as formas pelas quais o Estado pode intervir na atividade econômica: a) “disciplinando-a”, ou seja, impondo-lhe limitações a fim de compatibilizá-la com os interesses coletivos; b) “fomentando-a”, vale dizer, propiciando-lhe estímulos e condições necessárias ao seu desenvolvimento, mediante a implantação de infraestrutura, de concessão de financiamentos, de apoio tecnológico, de isenção de tributos etc.; c) “assumindo-a” enquanto protagonista, isto é, como “sujeito ativo”, como titular dela, na qualidade de agente que a explora. Conquanto possa ocorrer num mesmo Estado o uso simultâneo destas distintas formas de interferência, pode-se dizer que as duas primeiras são as modalidades características dos regimes políticos assentados sobre os postulados da propriedade privada e da livre iniciativa. Já a última modalidade expressa os regimes pautados no princípio do coletivismo econômico encarnado no Estado.

Na Constituição brasileira vigente, os principais modos de intervenção do Estado na economia são encontrados nos artigos 173 e 174, e são: i) o Estado atuando, de forma excepcional, empresarialmente no setor; e ii) como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercendo as funções de fiscalização, incentivo e planejamento (NUNES, 2000). A norma do art. 174 indica não somente uma possibilidade objetiva de intervenção indireta do Estado, mas sim uma exigência neste sentido. O texto constitucional é claro: o Estado “exercerá” as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, na qualidade de agente normativo e regulador da atividade econômica.

Isto significa que deve ser assumido como incumbência prioritária do Estado brasileiro o funcionamento eficiente dos mercados,¹⁰ que tem no financiamento um de seus principais pressupostos. A regulação é fundamental para alcançar tais objetivos.

A regulação da economia (no caso, financeira) pressupõe Direito. Portanto, deve o Estado regulador pressupor que “instituições jurídicas e econômicas não se confundem, mas entrelaçam-se para conformar a própria dinâmica social”. Isto significa que, diante das profundas conexões entre direito e economia, as relações entre os agentes econômicos estarão sempre condicionadas ao ambiente legal, que influenciará nas interações e nos comportamentos assumidos perante os mercados. Consequentemente, a ordenação da experiência social neste âmbito depende da “adequação cada vez mais precisa e prática entre os sistemas lógicos da Ciência do Direito e as infraestruturas econômico-sociais” (REALE, 2002, p. 290).

Ao se falar em regulação, a questão que se põe é a intensidade desta intervenção, ou seja, o encontro de sua justa medida, de forma a compatibilizá-la com o valor liberdade, característica marcante dos Estados Democráticos de Direito. Independentemente da técnica a ser utilizada, a intervenção do Estado na ordem econômica apenas encontra legitimidade quando voltada à realização do interesse público e com vistas à perseguição do bem-estar social (FIGUEIREDO, 2006). Em outras palavras, impõe-se que a atuação do poder público seja no sentido de dar efetividade aos valores consagrados na Constituição (ECHTERHOFF, 2010).

Ao tratar da relação entre os Estados Democráticos de Direito e o mercado financeiro, no que diz respeito à clássica opção entre os modelos de *laissez faire* e de intervenção econômica estatal, Moreira Neto recomenda a aplicação do princípio da subsidiariedade, que impõe um modelo conciliador, isto é, a conjugação da liberdade necessária com a intervenção indispensável, senão vejamos:¹¹

Como a liberdade é o fundamento dos Estados Democráticos de Direito, o que resta definir é sua exceção, que é a intervenção – Por esta razão,

¹⁰ Esta incumbência é expressamente prevista na alínea f do art. 81 da Constituição da República Portuguesa. PORTUGAL. CRP/1976. Art. 81. Incumbe prioritariamente ao Estado no âmbito econômico e social: ... f) Assegurar o funcionamento eficiente dos mercados...

¹¹ No texto original em espanhol: “*Como la libertad es fundamento de los Estados Democraticos de Derecho, lo que resta definir es su excepción, que es la intervención – Por esta razón, inmediatamente se presenta la segunda pregunta: cual intervención, substitutiva (hard intervention) o intervención reguladora (light intervention) a cargo de los órganos del Estado? La mejor respuesta actual es posiblemente la que recomienda el principio de subsidiariedad: la libertad necesaria y la intervención indispensable.*”

imediatamente se apresenta a segunda pergunta: qual intervenção, substitutiva (*hard intervention*) ou intervenção reguladora (*light intervention*) a cargo dos órgãos do Estado? A melhor resposta atual é possivelmente a que recomenda o princípio da subsidiariedade: a liberdade necessária e a intervenção indispensável (MOREIRA NETO, 2009, p. 9, tradução nossa).

A livre iniciativa se encontra submetida à intervenção regulatória do Estado, voltada ao atendimento das políticas públicas de desenvolvimento econômico e social (SOUTO, 2002). Assim, a regulação deve se operar não de forma asfixiante, mas sim mediante o estabelecimento de “uma fórmula feliz para harmonizar sociedade e Estado – a liberdade necessária e a intervenção indispensável” (MOREIRA NETO, 2009, p. 19, tradução nossa).¹²

Portanto, hodiernamente a regulação pode ser entendida como “a manifestação mais significativa da intervenção, cada vez mais preocupada em não obstaculizar a iniciativa privada, sem descuidar dos interesses públicos” (ORTEGA, 2011, p. 19, tradução nossa).¹³ De uma forma geral, deve: i) garantir a aplicação de meios e recursos financeiros imprescindíveis ao processo de desenvolvimento nacional; ii) assegurar o funcionamento eficiente dos mercados.

5.1. A função normativa da Comissão de Valores Mobiliários

Segundo adverte Fernando Oliveira (1989), a intervenção indireta do Estado na ordem econômica, operada por via normativa, precisa conjugar fatores como rapidez, eficácia e agilidade. Surge daí a necessidade de criação de entes especializados, ligados à Administração Pública indireta, devotados ao exercício de funções específicas em determinado setor de atividade, dotados de competência técnica para normatizar, controlar e fiscalizar a atividade naquele segmento.

¹² No original, o texto: “[...] una fórmula feliz para harmonizar sociedad y Estado – la libertad necesaria y la intervención indispensable.”

¹³ No original, o texto: “[...] la manifestación más significativa del intervencionismo, cada vez más preocupado de no entorpecer la libre iniciativa privada, sin descuidar los intereses públicos.”

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei nº 6.385/76. Trata-se de em uma autarquia federal em regime especial,¹⁴ vinculada ao Ministério da Fazenda, que goza de personalidade jurídica e patrimônio próprio. É dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária. Até a data de sua instituição, não havia uma entidade específica que absorvesse a regulação e fiscalização do mercado de capitais (FORTUNA, 2002), sendo tais funções então atribuídas ao Banco Central. “Como nessa época o mercado de valores mobiliários tinha uma expressão relativamente pequena, não se considerou ainda necessário dotá-lo de um órgão regulador próprio” (WHITE, 1987, p. 23).

A condição de entidade autárquica em regime especial, é importante frisar, adveio apenas com a edição da Medida Provisória nº 8, convertida na Lei nº 10.411/02, diploma legal a partir do qual passou a ostentar o *status* de agência reguladora (EIZIRIK *et al*, 2011). Até então, não era incomum encontrar na doutrina quem lhe negasse tal natureza. Egon Moreira (1999, p. 141-142), ao analisar (em artigo publicado em 1999, antes, portanto, do advento da referida Lei), a natureza jurídica do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, negava-lhes o *status* de agências reguladoras, nos seguintes termos:

Parece-nos inviável atribuir a tais pessoas administrativas o título de agências reguladoras independentes, pois o vínculo funcional e gerencial com a Administração direta impossibilita tal classificação. Em verdade, nem sequer são Agências Administrativas, mas órgãos que se submetem aos tradicionais conceitos de desconcentração (CMN) e descentralização (BACEN e CVM).

A Comissão de Valores Mobiliários, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais encontra na função regulatória uma de suas atribuições primordiais. Em relação a função regulatória, neste trabalho a tratamos em sentido lato, vale dizer, de forma mais ampla, englobando tanto a regulamentação quanto a regulação em

¹⁴ Segundo Diogo Moreira Neto (1998, p. 186), a autarquia pode ser conceituada como “uma entidade da administração indireta, criada por lei, com personalidade de direito público, descentralizada funcionalmente do Estado para desempenhar atribuições estatais próprias e específicas, com autonomia patrimonial, administrativa e financeira.” Em seguida, o autor aponta que a característica mais importante está na especialização destes órgãos e funções para atenderem determinados interesses públicos. A locução autarquia de regime especial, adverte Diógenes Gasparini (2009, p. 327), não encontra o seu conceito na lei, e a doutrina tem procurado delinear-la a partir de seu regime jurídico, por possuir “maiores privilégios que as autarquias comuns.” Para Nelson Nazar (2009, p. 48), “autarquia de regime especial é toda aquela que a lei instituidora conferir privilégios específicos e aumentar sua autonomia comparativamente com as autarquias comuns, sem infringir os preceitos constitucionais.”

sentido estrito. Por outro lado, é oportuno salientar que alguns autores operam a distinção entre regulamentação e regulação. Sobre o tema, interessante destacar o posicionamento de Maria Eduarda Rosa (2012), para quem a competência atribuída à Comissão de Valores Mobiliários pode ser definida como híbrida, englobando tanto a regulamentação quanto a regulação. Ao regulamentar, a autarquia estaria pormenorizando o conteúdo dos princípios e regras estipulados nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76. Por outro lado, ao regular supriria eventuais lacunas ou omissões destes diplomas legais. Segundo a autora, o poder regulador, denominado competência suplementar, manifesta-se na “possibilidade de a CVM integrar o sistema jurídico, de forma a preencher lacunas normativas advindas de situações novas no mercado de capitais, cuja complexidade e dinamismo o legislador ordinário não poderia antever” (ROSA, 2012, p. 103). Em seguida, a autora destaca que o poder regulador “deverá ser exercido dentro dos limites impostos pelo artigo 4º (da Lei nº 6.385/76, grifamos) e da Constituição Federal” (ROSA, 2012, p. 103).

O fato é que, com autonomia e agilidade, deverá regular as complexas e dinâmicas relações econômico-financeiras estabelecidas no âmbito em questão (ARAGÃO, 2001, p. 104). Embora aponte o significado do termo em seu sentido mais amplo, Odete Medauar (2002, p. 126) acaba por elencar uma série de poderes que se confundem com aqueles atribuídos à Comissão de Valores Mobiliários:

Entendemos que a regulação, no atual contexto, abrange: a edição de normas; a fiscalização do seu cumprimento; a atribuição de habilitações (p. ex: autorização, permissão, concessão); a imposição de sanções; a mediação de conflitos (para preveni-los ou resolvê-los, utilizando variadas técnicas, por exemplo: consulta pública; audiência pública, celebração de compromisso de cessação e compromisso de ajustamento).

Tendo a lei a dotado de características inerentes às agências reguladoras, a ela deverá ser dispensado tratamento proporcional a esta natureza, especialmente no que tange à possibilidade de expedição de normas reguladoras do mercado de valores mobiliários. Neste sentido, ao examinar os artigos 3º, 4º e 8º da Lei 6.385/76, Siegfried Kümpel (2007) esclarece que a competência da Comissão de Valores Mobiliários engloba tanto a regulamentação do mercado de valores mobiliários quanto a fiscalização permanente das atividades e dos serviços desenvolvidos nesse segmento, assim como a veiculação de informações sobre o próprio mercado e acerca daqueles que dele participam, bem como dos valores mobiliários nele negociados.

Portanto, pode-se dizer que a autarquia exercerá as suas funções, a fim de: i) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; ii) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou administradores de carteira de valores mobiliários; iii) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; iv) assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; v) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; vi) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; vii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.¹⁵

CONCLUSÕES

Nas economias de mercado a atividade econômica é um dos principais instrumentos para a promoção do desenvolvimento, objetivo fundamental das sociedades contemporâneas. Imprescindível, assim, a criação e manutenção de um arranjo institucional adequado à progressiva ampliação e sustentação destas atividades, que não podem prescindir de adequados níveis de financiamento para o seu exercício.

As estruturas institucionais de organização financeira devem ser compatíveis com as ideologias consagradas nas Constituições, levando em consideração os respectivos sistemas econômicos adotados, seus fundamentos, princípios e objetivos fundamentais estatuídos para serem alcançados por cada sociedade. Tais escolhas políticas são primordiais e cruciais para a promoção do desenvolvimento, visto que a partir delas os sistemas financeiros se tornarão mais ou menos capazes e adequados a realizar as funções que deles se esperam.

A experiência brasileira congrega os diferentes tipos de organização financeira identificados pela doutrina, sendo o sistema financeiro nacional segmentado em quatro grandes mercados, dentre os quais o mercado de capitais, cujos mecanismos de mobilização de recursos são de grande importância para a economia e o desenvolvimento brasileiros.

¹⁵ Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 25 out. 2013.

O mercado de capitais, um dos segmentos do sistema financeiro nacional, guarda relevante função socioeconômica: contribui diretamente para promover a formação de capital e realizar a intermediação entre a poupança e o investimento. Portanto, o poder público, no sentido de garantir a aplicação de meios e recursos financeiros imprescindíveis ao processo de desenvolvimento do país, tem papel fundamental na disciplina jurídica das relações financeiras realizadas no âmbito do mercado de capitais, dado ao interesse público na manutenção de um mercado o mais eficiente possível.

A regulação, forma de intervenção indireta do Estado, deve ser assumida como incumbência prioritária no âmbito do mercado de valores mobiliários. Todavia, impõe-se um modelo conciliador, capaz de harmonizar a liberdade necessária aos agentes econômicos com a intervenção indispensável do poder público, com vistas à perseguição dos objetivos delineados no artigo 192 da Lei Fundamental, ou seja, promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes. A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. **Revista da CVM**, nº 30, dezembro de 1999.

ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. O Poder Normativo das Agências Reguladoras. **Revista Trimestral de Direito Público**, nº 36. São Paulo: Malheiros, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CABRAL, Victorio F. Bhering. Os Desafios da CVM. **Revista da CVM**, nº 35, abril 2002, p. 35.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CARVALHO FILHO, Eleazar de. A ponte para o futuro. Fatos recentes que têm levado ao desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista da CVM**, nº 33, janeiro de 2001.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 7. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CEPAL - Comissão Econômica para a América Latina. **O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina**. In: SERRA, José (Coord.) Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.

COMISSÃO de valores mobiliários (Brasil). **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Rio de Janeiro: CVM/SOI, 2013, p. 17. [on line]. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2013.

ECHTERHOFF, Gisele. A Ordem Econômica e a Constituição: o Papel dos Princípios Constitucionais. [on line]. **Revista Conhecimento Interativo**. São José dos Pinhais, v. 04, n. 02, jan./jun. 2010. Disponível em: <<http://www.app.fiepr.org.br/revistacientifica/index.php/conhecimentointerativo/article/view/48/57>>. Acesso em: 18 dez. 2012.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELIAS, Luiz Antônio Rodrigues; GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito econômico**. São Paulo: MP, 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed., rev. e atual.. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GASPARINI, Diógenes. **Direito Administrativo**. 14. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2009.

GOULART, André Moura Cintra; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; GREGÓRIO, Jaime. Mercado de renda variável. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, Renê Coppe (Org.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.

MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto Regulação. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, nº 228, abr./jun. 2002.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. O Estado e a Ordem Econômica. In: CLÉVE, Clémerson Merlin; BARROSO, Luís Roberto (Org.) **Direito Constitucional: constituição financeira, econômica e social**. v. VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MOREIRA, Egon Bockmann. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas”. **Revista de Direito Mercantil**, ano XXXVIII, v. 116, out./dez. São Paulo, Malheiros, 1999.

_____. O direito administrativo contemporâneo e a intervenção do Estado na ordem econômica. [on line]. **Redae – Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador, n.1, fev./mar./abr. de 2005. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com/revista/RED-AE-1-FEVEREIRO-2005-EGON-BOCKMANN.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2013.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Crisis y Regulación de Mercados Financieros – La autoregulación regulada: una respuesta posible?** Exposición en el Seminario de Derecho Administrativo de la Universidad Complutense de Madrid, en junio de 2009. Revista de Administración Pública. Madrid, n. 180, septiembre/diciembre 2009, pp. 9-19. Disponível em: <<http://www.pt.sribd.com/doc/94351784/Diogo-de-Figueiredo-moreira-neto-RAP180>>. Acesso em: 21 set. 2012.

_____. **Curso de direito administrativo**: parte introdutória, parte geral e parte especial. 11. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

NASCIMENTO, Tupinambá Miguel Castro do. **A ordem econômica e financeira e a nova constituição**. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

NAZAR, Nelson. *Direito econômico*. 2. ed. rev., ampl. e atual. Bauru: EDIPRO, 2009.

NUNES, Simone Lahorgue. **Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

OLIVEIRA, Fernando A. Balbino de. **Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários**. Tese de Doutorado em Direito Econômico apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Geraldo de Camargo Vidigal, 1989.

ORTEGA, Ricardo Rivero. *Nociones Generales sobre el Derecho Administrativo Económico*. In: CARDOZO, José Eduardo Martins; QUEIROZ, João Eduardo Lopes; SANTOS, Marcia Walkiria dos (Coord.). **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Atlas, 2011.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. 25 anos de CVM. **Revista da CVM**, nº 35, abril 2002, p. 7-8.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

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

RACHMAN, Nora M. **O princípio do full disclosure no mercado de capitais**. Dissertação de mestrado em Direito Comercial. Universidade de São Paulo, 1999.

REALE, Miguel. **Filosofia do Direito**. 19. ed.. São Paulo: Saraiva, 2002.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. São Paulo, 2012, 139f. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade do Estado de São Paulo.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. 3. ed., rev. e aum. Belo Horizonte: CNBV, 1996.

SANTOS, Fernando Teixeira dos. **Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais**. In: Colóquio Internacional “A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança”, realizado em 15 e 16 de novembro de 2001, no Centro Cultural de Belém, na cidade de Lisboa/Portugal. Disponível em: <http://www.fd.uc.pt/cedipre/pdfs/coloquios/ci_regulacaofinanceira/FTeixeiraSantos_resumo.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2013.

SILVA, A.L.M. **A Ordem Constitucional Econômica**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 1996.

SOUTO, Marcos Juruena Villella. A Função Regulatória. In: _____; MARSHAL, Carla C. (Coord.). **Direito Empresarial Público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). **Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (1965-1970)**. São Paulo: Saraiva, 2011.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; GARCIA, Manuel E. **Fundamentos de Economia**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

WHITE, Maria Clara Isoldi. A nova constituição e a regulamentação do sistema financeiro. **Revista da CVM**, nº 15, jan./fev./mar. 1987.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZYSMAN, John. **Governments, Markets and Growth: Financial Systems and Politics of Industrial Change**. New York: Cornell Paperbacks, 1994.