

JOÃO LUIZ GIONA JUNIOR

O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito. Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor Edson Isfer

CURITIBA

2005

TERMO DE APROVAÇÃO

JOÃO LUIZ GIONA JUNIOR

O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel no Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Edson Isfer



Prof. Dr. Alfredo de Assis Gonçalves Neto



Prof. Carlos Joaquim de Oliveira Franco



Curitiba, 25 de outubro de 2005

Uma rede de neurônios pode representar diferentes conceitos, dependendo de quais estão ativos. Se os neurônios para “amarelo”, “voa” e “canta” estão ativos, a rede está pensando em um canário; se os neurônios para “prateado”, “voa” e “ronca” estão ativos, ela está pensando num avião. Se uma coisa estiver conectada a todo o resto, uma rede pode absorver as correlações entre características em um conjunto de objetos. Depois de ser exposta a descrições de muitos pássaros, a rede pode prever que coisas emplumadas que cantam tendem a voar, ou que coisas emplumadas que voam e cantam tendem a ter penas. As redes neurais automaticamente generalizam seu treinamento para itens novos semelhantes. Se uma rede foi treinada para “tigres que comem Sucrilhos”, tenderá a generalizar e concluir que leões comem Sucrilhos, pois isto foi associado a características mais simples como “ruge” e “tem bigodes”. Um talento humano que impede as redes neurais de simularem a inteligência humana é a nossa capacidade de ter um raciocínio categórico em vez de impreciso: entender que Bob Dylan é avô, muito embora ele não tenha aparência que se imagina de um avô, ou que os musaranhos não são roedores, embora se pareçam com camundongos. Sem nada além de uma sopa de neurônios para fazer a representação das propriedades de um objeto, e sem dispositivos para regras, variáveis e definições, as redes recorrem a estereótipos e se deixam lograr por exemplos atípicos.

(Steven Pinker)

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 SISTEMA FINANCEIRO E MERCADO DE CAPITAIS	5
2.1 MARCOS LEGAIS E INSTITUCIONAIS	5
2.2 SEGMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO	8
2.3 ÓRGÃOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO	11
2.4 A COMPETÊNCIA DA CVM	15
3 VALORES MOBILIÁRIOS E TÍTULOS DE CRÉDITO	21
3.1 A MOBILIZAÇÃO DOS CRÉDITOS.....	21
3.2 A TEORIA GERAL DOS TÍTULOS DE CRÉDITO.....	23
3.3 OS VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO COMPARADO	26
3.3.1 Os valores mobiliários na Itália	27
3.3.2 Os valores mobiliários na França	29
3.3.3 Os valores mobiliários em Portugal	31
3.4 VALORES MOBILIÁRIOS E A TEORIA GERAL	33
4 O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO	41
4.1 ASPECTOS DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO	41
4.2 O VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO	42
4.3 O <i>SECURITY</i> NO DIREITO NORTE-AMERICANO	45
4.4 O TESTE PARA IDENTIFICAÇÃO DE UM <i>SECURITY</i>	47
4.5 ESPÉCIES DE VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO	50
4.6 OS DERIVATIVOS	53
5 ELEMENTOS DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO	58
5.1 O ALCANCE DO CONCEITO.....	58
5.2 TÍTULOS OU CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO.....	59
5.3 EMPREENDIMENTO COMUM.....	61
5.4 EXPECTATIVA DE BENEFÍCIO ECONÔMICO	63
5.5 CARACTERIZAÇÃO DO EMPREENDIMENTO	64
5.6 O RISCO	65
5.7 GESTÃO DO EMPREENDIMENTO	67
5.8 NEGOCIAÇÃO EM MERCADO	68
6 CONCLUSÃO	74
REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

Por volta do início da década de 60, o economista americano Peter Drucker causou polêmica em seu país ao afirmar que os EUA estavam se tornando um país socialista. As estatísticas certificavam que uma crescente parcela do capital das empresas americanas estava sendo adquirida pelos chamados investidores institucionais, ou seja, a propriedade das grandes empresas americanas estava sendo tomada por uma gigantesca massa de investidores, especialmente pelos próprios trabalhadores, através de seus fundos de pensão. Pelos cálculos do autor, se o ritmo permanecesse o mesmo, na metade da década de 80 os investidores institucionais já teriam se tornado os maiores detentores do capital das companhias negociadas em mercado. Ora, se o comunismo é definido como a propriedade coletiva dos meios de produção, então os EUA estavam sofrendo uma revolução socialista e ninguém desconfiou, nem mesmo o mais paranóico dos conservadores americanos. Longe de encarar isto uma ameaça, Drucker considerou esta realidade positiva, tanto para as empresas quanto para os trabalhadores-investidores, apresentando-a, inclusive, como a solução para a insolvência da previdência pública.¹

A propalada “revolução invisível” continuou sua marcha², e há quem atribua a estas circunstâncias o sucesso do capitalismo americano: “a lógica pura do capitalismo opulento está na democratização do capital produtivo. Eis o DNA da riqueza americana, com sobras para a riqueza européia e para a riqueza japonesa. O sócio no lugar do credor. O capital de risco no lugar do dinheiro de aluguel”.³ Milhões de pequenos poupadores ganham acesso ao mercado de capitais aproveitando dos atalhos oferecidos pelos clubes e fundos de investimento.

¹ DRUCKER, P. F. *A Revolução Invisível: como o socialismo (fundo de pensão) invadiu os Estados Unidos*. Tradução: C. Malferrari. São Paulo: Pioneira, 1977.

² Em dezembro de 2003 os ativos dos 1.000 maiores fundos americanos de pensão atingiram US\$ 4,8 trilhões, registrando um crescimento de 11,6% em relação a dezembro de 2002, quando esses ativos somavam US\$ 4,3 trilhões. Fonte: <<http://www.lcvco.com.br/>>. Consultado em 16 set. 2005.

³ BETING, J. *Essencial ou supérfluo?* Disponível em: <http://an.uol.com.br/2000/ago/25/0joe.htm>. Consultado em 16 set. 2005.

De fato, o mercado de capitais se oferece como alternativa mais barata de financiamento às empresas em relação ao mercado de crédito, especialmente no Brasil, onde o *spread* bancário alcança níveis sufocantes em função da escassez de recursos que não são direcionadas pelas instituições financeiras ao mercado aberto de títulos da dívida pública. Por outro lado, a redução da demanda por recursos junto às instituições financeiras forçaria os juros bancários para baixo, reduzindo os custos de financiamento do consumo e estimulando a economia.

Apesar de tantas virtudes, o mercado de capitais brasileiro não evoluiu com o mesmo ímpeto que o americano, infelicidade que pode ser atribuída tanto à falta de consciência da nossa classe política quanto às turbulências econômicas que acometeram o país nas últimas décadas.⁴ Esta realidade, entretanto, parece estar se alterando. Foram operadas reformas legislativas nos diplomas legais que tratam do mercado de capitais, visando sua modernização, além de políticas públicas de popularização dos investimentos através de condomínios de investidores.⁵

Os reflexos para o mercado de valores mobiliários brasileiro já começam a surgir. Segundo o Informe Mensal de Atividades da Comissão de Valores Mobiliários de Agosto de 2005, o volume de emissão de valores mobiliários cresce vertiginosamente em relação a 2004, especialmente dos chamados títulos de dívidas corporativas. O volume de emissões de debêntures no ano, que já supera R\$ 26 bilhões, é quase o triplo do verificado ao longo de 2004, cujas emissões somaram R\$ 9,6 bilhões. Com relação aos registros de ofertas, os acumulados do ano já alcançaram a marca histórica de 168 registros, entre ofertas primárias e secundárias, que correspondem a um volume superior a R\$ 40 bilhões.

O volume total de emissões no ano constitui R\$ 40,6 bilhões, dos quais 61% são debêntures, 15% são ações, 15% são fundos e quotas, 5% de certificados e 4% de notas

⁴ FRANCO, G. H. B. *O socialismo brasileiro*. Disponível em <<http://wwwusers.rdc.puc-rio.br/gfranco/veja24.htm>>. Acesso em 16 set. 2005.

⁵ Neste sentido, destaca-se a recente iniciativa do BNDES, que lançou o PIBB – Papéis de Índice Brasil Bovespa, um fundo de investimento em valores mobiliários que tem como referência o índice das 50 ações mais líquidas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, com o objetivo de atrair pequenos investidores.

promissórias. Ao término do mês de agosto, a Comissão de Valores Mobiliários contabilizava o registro de 623 companhias abertas ativas.⁶

Esta nova realidade vem acompanhada de muitos questionamentos, especialmente em função das reformas legislativas, e o jurista é convocado a fornecer as respostas. Diante dos problemas que podem surgir com a aplicação do conjunto de leis a este mercado em desenvolvimento, cabe indagar se a doutrina e a jurisprudência nacionais estão preparadas para fazer frente às particularidades do regime jurídico do mercado de valores mobiliários, área tão complexa e dinâmica.

Se tomarmos por base como a doutrina nacional tem trabalhado o conceito de valor mobiliário, *fundamental* a este regime, o que resta é dúvida. De certo modo, grande parte dos juristas contentou-se com o elenco legal de valores mobiliários contido no artigo 2º da Lei 6.385/76, que não trazia nenhuma definição, mas determinava quais os valores mobiliários sujeitos ao regime desta mesma lei. Poucos se preocuparam em definir o conteúdo e o alcance da expressão valor mobiliário, eis que não enxergavam resultados práticos na tarefa. Neste entendimento, o valor mobiliário não constitui um conceito doutrinário, mas meramente uma categoria legal.

A escassez de esforços da doutrina neste tema é visível, e até compreensível, tendo em vista o tratamento legal restritivo conferido aos valores mobiliários antes da reforma do mercado de capitais.

Todavia, a partir da reforma, foram incluídos novos títulos ao rol dos valores mobiliários, e adotou-se um conceito de valor mobiliário, que deixa aberta a possibilidade de outros títulos ou contratos virem a ser considerados como tal. Este conceito é, de certa forma, genérico, e dúvidas surgirão a respeito de sua aplicação nos casos concretos. Sendo assim, não há mais escapatória: somente o esforço da doutrina poderá determinar o substrato do conceito de valor mobiliário. A proposta deste trabalho é fornecer uma contribuição neste sentido, apresentando o que a doutrina nacional já produziu e quais questões permanecem pendentes na tarefa de conceituação do valor mobiliário.

⁶ Fonte: Informe mensal de atividades da CVM – Agosto de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/RelatMensal/relat082005.pdf>>. Consultado em 19 set. 2005.

A primeira parte deste trabalho visa oferecer um panorama normativo e institucional do sistema financeiro nacional e do mercado de valores mobiliários, a fim de delimitar o tema, especialmente no tocante à distinção entre o mercado de capitais e mercado de crédito. Será objeto de análise também a competência e as funções da Comissão de Valores Mobiliários, assim como as premissas que fundam o modelo de regulação no setor.

A segunda parte, já adentrando no campo dos valores mobiliários, pretende situar a posição destes instrumentos em relação à teoria geral dos títulos de crédito. Para tanto, veremos brevemente qual *status* jurídico dos valores mobiliários em alguns direitos estrangeiros, nomeadamente França, Itália e Portugal. Posteriormente, será feito um esboço do que os principais doutrinadores nacionais entendem a propósito dos valores mobiliários face à teoria geral dos títulos de crédito.

Na terceira parte, trataremos do conceito de valor mobiliário na legislação brasileira passada e presente, e quais as alterações trazidas pela reforma do mercado de capitais neste âmbito. Serão arroladas também as espécies de valor mobiliário, com destaque para os derivativos, incluídos pela reforma operada em 2001, vez que trazem consigo a polêmica a respeito de sua definição.

Por fim, a última parte versa sobre o significado da expressão “títulos ou contratos de investimento coletivo” (novidade que também é crédito da reforma) considerando que esta é a definição de valor mobiliário no direito brasileiro, que serve de denominador comum à todas as espécies já trazidas em lei e como critério para a inclusão futura de outros títulos ou contratos negociados em mercado. Portanto, esmiuçaremos os elementos que compõem a expressão do artigo 2º, inciso XI da Lei 6.385/76, na busca do conceito de valor mobiliário.

2 SISTEMA FINANCEIRO E MERCADO DE CAPITAIS

2.1 MARCOS LEGAIS E INSTITUCIONAIS DO SISTEMA FINANCEIRO

Os anos seguintes ao fim da Segunda Guerra Mundial foram marcados por um acentuado desenvolvimento da economia brasileira e, conseqüentemente, das empresas nacionais, as quais foram beneficiadas com o modelo econômico de substituição de importações. Todavia, vigorava ainda no país o modelo empresarial familiar, administrado por um único bloco de controle, e com a modernização econômica restou claro que tal concepção seria insuficiente para financiar o crescimento das empresas.⁷

A despeito de sua morte anunciada, o modelo familiar e concentrado resistiu por mais tempo graças à crise econômica e política deflagrada no início dos anos sessenta, que também teve como conseqüência a instauração da ditadura militar. Sob o comando dos militares, o país foi submetido a uma série de reformas, dentre elas a *reestruturação do sistema financeiro para melhor atender as necessidades de financiamento das atividades produtivas*.⁸

O sistema financeiro nacional ganhou a sua formatação atual a partir da década de 1960, com a introdução de uma legislação inovadora. *Grosso modo*, na década de 60 a ênfase maior foi na estruturação do sistema financeiro como um todo, enquanto que na década seguinte as atenções se voltaram para o mercado de capitais e as sociedades por ações.

Nos anos de 1964 e 1965 foram estabelecidos os marcos legais e institucionais básicos do sistema financeiro, bancário e de capitais através das Leis n^{os} 4.595/64 e 4.728/65, ao passo que em 1976 foi instituída a Comissão de Valores Mobiliários com a Lei n^o 6.385 e promulgada a Lei das sociedades anônimas (Lei n^o 6.404/76).

⁷ OLIVEIRA, F. A. A. de. *Introdução*. In: BERTOLDI, M.M (Coord.) et al. *Reforma da Lei das sociedades anônimas: comentários à Lei 10.303, de 31/10/2001*. 2ª edição revista. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 13.

⁸ Id., p. 14.

A primeira destas leis foi a nº 4.595 de 31/12/64, conhecida como *Lei da Reforma Bancária*, que extinguiu a Superintendência da Moeda e do Crédito, criando em seu lugar o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. A legislação anterior que tratava do Sistema Financeiro era esparsa e obsoleta⁹, e a proposta de reestruturação do sistema bancário foi apresentada junto a um pacote de diversas leis que modificaram profundamente o panorama econômico e social do país.¹⁰

A Lei nº 4.728/65 reestruturou as bases do mercado de capitais; bases estas, aliás, que praticamente inexistiam. Neste sentido, Fernando Albino de Oliveira diz que “a Lei 4.728/65 praticamente criou um mercado de capitais no país”,¹¹ pois estabeleceu nova forma de funcionamento das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras e distribuidoras, instituiu novos papéis passíveis de negociação em mercado (como as debêntures conversíveis em ações e as ações nominativas endossáveis) e chegou ao ponto de regular uma nova forma de garantia - a alienação fiduciária.¹² Uma das mudanças mais significativas introduzidas pela Lei foi a extinção do sistema cartorário dos antigos corretores de fundos públicos, cargos vitalícios e hereditários de nomeação do Presidente da República, e a sua substituição por sociedades financeiras detentoras de carta patente.¹³

Neste período, houve um súbito incremento no volume de negociações no mercado de capitais brasileiro, em função da concorrência de essencialmente dois motivos: 1. *a política pública de estímulo ao mercado de capitais*, através da edição de diplomas legais organizando e incentivando o setor, como a já citada Lei nº 4.728/65 e uma legislação tributária que concedia incentivos para a abertura de capital das sociedades anônimas e

⁹ VILLELA FILHO, G. A.. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2003, p. 8 e ss.

¹⁰ Dentre estas normas, cabe destacar a Lei nº 4.380/64, que criou o Banco Nacional de Habitação e instituiu a famigerada correção monetária, dando início a um ciclo de indexações na tentativa de neutralizar as distorções inflacionárias; a Lei nº 4.494/64 (Lei do Inquilinato); e a Lei nº 5.107/66, que instituiu o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

¹¹ OLIVEIRA, op. cit., p. 14.

¹² Inclusão, aliás, que não prima pela boa técnica, eis que a alienação fiduciária em garantia é matéria cível, não propriamente de mercado de capitais.

¹³ Os autores do projeto da reforma, em sua exposição de motivos, justificaram esta mudança alegando que o regime antigo conspirava “contra o senso de responsabilidade e o contra o ânimo da eficiência”. VILLELA FILHO, op. cit., p. 20-1.

isenção fiscal aos ganhos advindos de negociações em bolsa¹⁴; 2. o desempenho recorde da economia nacional à época, batizada ufanisticamente de “milagre econômico brasileiro”.

A euforia levou à especulação nas bolsas, graças à desproporção entre o volume de capital investidor e a oferta de ações para aquisição, *além da falta de regulação adequada*, de modo que a exuberância durou pouco e teve final trágico: queda nas cotações dos títulos negociados enquanto investidores (inclusive pequenos poupadores) viam sua riqueza se perder.¹⁵

Os passos dados no sentido de organizar e desenvolver o mercado de capitais se revelaram insuficientes, e a reflexão acerca de tais acontecimentos ocasionou a edição de um *segundo conjunto de leis*, formado pela Leis nºs 6.404 e 6.385, ambas de 1976. A primeira destinou-se a dar um novo tratamento legal às sociedades por ações, enquanto que a segunda criou a Comissão de Valores Mobiliários. De forma geral, o fundamento destas leis é o mesmo: “criar mecanismos institucionais que possibilitem financiar o crescimento por meio do mercado e da captação da poupança privada”.¹⁶

Os anos 80 vieram acompanhados de crise econômica, e uma de suas conseqüências foi a mudança na concepção do papel do Estado, dando ensejo às chamadas “reformas liberalizantes” que permearam a década de 90, dentre as quais merece destaque para os efeitos deste trabalho *a abertura da economia aos capitais internacionais*. Fernando Albino de Oliveira esclarece quais as relações entre este fenômeno e o mercado de capitais brasileiro:

A abertura aos investimentos externos também se deu no âmbito das aplicações em bolsas de valores, com a conseqüente presença de fundos estrangeiros, muito mais afeitos a regras de mercado e defensores de uma ampla liberdade de negociação com os empreendedores sobre a forma de condução dos negócios que se fazem valer de emissões públicas para o seu crescimento.¹⁷

¹⁴ Id., p. 15.

¹⁵ Id., p. 15.

¹⁶ Id., p. 16.

¹⁷ Id., p. 19.

De acordo com o mesmo autor, as exigências da internacionalização do mercado de capitais brasileiro se deram em três sentidos: 1. maiores direitos aos acionistas minoritários; 2. maiores poderes à CVM e 3. maior transparência. Disto resultaram as reformas da Lei das sociedades anônimas (Lei nº 6.404/76) e da Lei da CVM (Lei nº 6.385/76), realizadas através da Lei nº 10.303, da Medida Provisória nº 8 e do Decreto nº 3.995, todos de 31 de outubro de 2001. Estas reformas trouxeram profundas alterações no mercado de valores mobiliários, desde o que se refere à sua estruturação, seus órgãos de fiscalização e regulação e *seu instituto jurídico fundamental: o conceito de valor mobiliário*.

Enfim, estes são os diplomas legais essenciais que compõem a estrutura do mercado de capitais. A partir deles, passaremos a delimitar o tema, iniciando pela caracterização do mercado de capitais em relação aos demais segmentos do sistema financeiro.

2.2 OS SEGMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO

O estudo da da estrutura institucional operativa do sistema financeiro nacional, expõe a segmentação do mercado criada pelo conjunto de leis que já foi objeto de breve exposição no capítulo anterior. A *estrutura institucional normativa*, que compreende as entidades públicas responsáveis pela regulação, fiscalização e oferta seletiva de crédito, funda seu âmbito de atuação sobre esta segmentação do sistema, especialmente no que tange à competência da CVM e do Banco Central, conforme será demonstrado no capítulo seguinte.

As instituições financeiras que atuam no Sistema Financeiro Nacional, de acordo com a legislação básica, são *especializadas* numa determinada atividade, de modo que as permissões e vedações legalmente fixadas dependem da natureza das operações realizadas em mercado e do tipo de obrigações que emitem. Este modelo de especialização das

entidades aplicado pela legislação brasileira é baseado no modelo adotado pelos Estados Unidos, conforme lição de Nelson Eizirik.¹⁸

Neste contexto, a segmentação do Sistema Financeiro Nacional se apresenta da seguinte forma: a) mercado cambial; b) mercado monetário; c) mercado de crédito e d) mercado de valores mobiliários.

O mercado de câmbio possibilita as operações de conversão de moeda estrangeira em moeda nacional, e vice-versa. Usualmente são operações de curto prazo das quais participam instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central com a intermediação de sociedades corretoras.

O mercado monetário (ou mercado aberto) realiza operações de curto e curtíssimo prazo, negociando a compra e venda de títulos públicos ou privados. Mediante a negociação dos títulos da dívida pública, o Poder Público, através do Banco Central ou do Tesouro Nacional, exerce influência sobre os níveis de liquidez da economia – a famigerada política monetária.

As finalidades deste trabalho dispensam uma definição mais ampla e minuciosa dos mercados cambial e monetário. A distinção entre os mercados de crédito e de valores mobiliários, todavia, cumpre papel mais importante para a fixação da competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Ainda segundo Eizirik, “no mercado de crédito são efetuados os financiamentos a curto e médio prazos de consumo corrente e dos bens duráveis, assim como do capital de giro das empresas”.¹⁹ Tais operações compreendem as atividades dos Bancos Comerciais, Caixas Econômicas, Cooperativas de Crédito, Bancos de Investimento e Desenvolvimento, Leasing, Financeiras, Companhias de Crédito Imobiliário e Bancos Múltiplos.²⁰

¹⁸ EIZIRIK, N. L. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 150-1.

¹⁹ Id, p. 151.

²⁰ CAVALCANTI, F. e MISUMI, J. Y.. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2002, p. 26.

As operações do mercado de valores mobiliários (ou mercado de capitais) não têm natureza creditícia, mas “visam canalizar recursos para as empresas, basicamente através de capital de risco, mediante a emissão e a distribuição pública de ações. (...). Assim, enquanto nas operações bancárias típicas são efetivados negócios creditícios, no mercado de valores mobiliários realizam-se negócios ‘de participação’, exceto no caso das debêntures”.²¹

Trata-se, em verdade, de um *sistema de distribuição de valores mobiliários*, com o propósito de proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e viabilizar seu processo de capitalização, sendo constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. As operações geralmente são de longo prazo, mas podem ser de médio prazo ou ter prazo indefinido, e o que move os investidores na compra de participações é a expectativa de lucro em percentual maior do que a taxa de juros praticada no mercado de crédito.

O mercado de valores mobiliários compreende tanto o lançamento de novos valores quanto a negociação de valores já lançados em mercado organizado. No primeiro caso, dá-se o nome de *mercado primário*, enquanto que no segundo, *mercado secundário*. A negociação em sede de mercado secundário visa garantir liquidez aos títulos já emitidos. A colocação pública dos valores pode ser realizada via leilão, nas Bolsas de Valores, ou fora destas, no “mercado de balcão” (isto é, diretamente no “balcão” da instituição financeira autorizada a realizar a subscrição dos títulos).

Julian Fonseca Peña Chediak propõe interessante distinção entre mercados de crédito e de capitais baseada na função jurídica cumprida pela instituição financeira especializada.²² No mercado de valores mobiliários, as instituições cumpririam um *papel de aproximação*, enquanto que no segmento de crédito, a *função é de substituição*. Tomando as palavras do próprio autor:

²¹ EIZIRIK, op. cit., p. 151.

²² CHEDIAK, J. F. P. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, J. (Coord.) et al. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 531 e ss.

No mercado de crédito, a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma indireta. (...). As entidades especializadas, autorizadas a funcionar em tais mercados (as instituições financeiras), captam os ativos e os repassam, agindo, porém, em nome próprio. (...). Tanto o aplicador quanto o tomador mantêm relação direta com o banco, sendo irrelevante para o tomador de onde veio o dinheiro, e irrelevante para o aplicador o destino que ele tomou.²³

De fato, trata-se de entendimento consentâneo com o papel reservado às instituições que atuam no mercado financeiro pelos estudiosos do tema: “conforme vitoriosa corrente estrangeira e nacional, as instituições financeiras têm, por função específica, central e determinada, a de intermediação no gerenciamento dos recursos monetários oferecidos por terceiros”.²⁴

No mercado de valores mobiliários, em contraste, não existe a intermediação efetiva, mas a mera participação de um intermediário financeiro, que não age em nome próprio. Deste modo, “apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. *A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta*” (grifo nosso).²⁵

As últimas diferenças relevantes no papel das instituições que atuam nestes diferentes segmentos do sistema financeiro dizem respeito à segurança das operações e à compatibilização dos prazos, que decorrem das posições jurídicas que ocupam. No mercado de crédito, a segurança da operação conta com a garantia da capacidade patrimonial da instituição financeira, e é esta a responsável por compatibilizar os prazos almejados pelos aplicadores e tomadores. No segmento de valores mobiliários, *a segurança da operação é oferecida por instrumentos institucionais do próprio mercado* (como fundos de garantia, por exemplo), que independem da capacidade patrimonial da entidade intermediadora. *A conciliação dos prazos também não é sua função, sendo realizada no âmbito do mercado secundário.*²⁶

²³ Id., p. 531.

²⁴ DELGADO, J. A. *Reflexões sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimento*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n° 3, set-dez 1998. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998, p. 38-9.

²⁵ Id., p. 531-2.

²⁶ Id., p. 523.

2.3 ÓRGÃOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

De acordo com as normas que instituíram e regem o sistema financeiro nacional, a fiscalização das operações realizadas na esfera dos mercados de crédito, monetário e cambial compete ao Banco Central do Brasil, assim como a regulamentação destes setores nos limites da lei e das resoluções do Conselho Monetário Nacional.

O Conselho Monetário Nacional é o órgão de cúpula do sistema financeiro, responsável pela formulação das políticas monetária, creditícia e cambial. Trata-se de órgão colegiado, com competência para regular as formas de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras. A Lei nº 9.069/95 (chamada Lei do Real) alterou a composição do Conselho, reduzindo para somente três membros:²⁷ a) o Ministro da Fazenda, como Presidente; b) o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e c) o Presidente do Banco Central do Brasil.²⁸

O Banco Central do Brasil é autarquia federal criada em 1964 para substituir a Superintendência da Moeda e do Crédito no que se refere à execução das políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional.²⁹ A supracitada Lei do Real conferiu significativo incremento no poder e na autonomia do BACEN como autoridade monetária, fato que não passou imune a críticas.

Desde a sua criação, através da Lei 4.595/64, até a reforma do mercado de capitais ocorrida em 2001, coube ao Conselho Monetário Nacional disciplinar, através de resoluções, as atividades das bolsas de valores e demais instituições que façam parte do

²⁷ De acordo com as Leis nº 4.595/64 e 5.362/67, integravam a composição do CMN o Ministro da Fazenda, como Presidente, o Presidente do Banco do Brasil, o Presidente do BNDES e mais sete membros nomeados pelo Presidente da República após aprovação do Senado Federal.

²⁸ VILLELA FILHO, op. cit., p. 36.

²⁹ Anteriormente, competia à Superintendência da Moeda e do Crédito e ao Banco do Brasil S/A as atribuições que foram legadas ao CMN e ao BACEN com a reforma bancária. Ao CMN restou, essencialmente, a formulação e coordenação da política da moeda e do crédito, função que era exercida pelo SUMOC. O BACEN também herdou competências do extinto SUMOC, além que outras que eram exercidas pelo Banco do Brasil S/A.

sistema de distribuição e negociação de valores mobiliários, fato este que foi corroborado com a promulgação da Lei 6.385/76.³⁰

Durante os onze anos que transcorreram da promulgação da Lei nº 4.728/65 até o advento da Lei 6.385/76, a competência para fiscalizar o mercado de valores mobiliários pertenceu ao Banco Central do Brasil. A partir de 1976, o mercado de capitais brasileiro passou para a guarda da então criada Comissão de Valores Mobiliários. Todavia, a competência para normatizar o setor permaneceu com o Conselho Monetário Nacional até 2001, inclusive a de criar novos valores mobiliários de emissão de sociedades anônimas.³¹

Em termos jurídico-administrativos, a diferença entre estas três entidades públicas com ingerências sobre o mercado de capitais é que o CMN é resultado de uma desconcentração administrativa, ao passo que o BACEN e a CVM constituem autarquias, isto é, resultam de uma descentralização administrativa.³² A CVM e o BACEN são, portanto, pessoas jurídicas à parte, enquanto o CMN é órgão que integra a Administração Pública.³³

A partir da Lei da CVM, o BACEN não teria mais competência para exercer função normativa no mercado de valores mobiliários, ainda que restassem algumas dúvidas da doutrina neste sentido, conforme será visto mais detalhadamente quando analisarmos a competência da CVM. Há casos, também, em que instituições financeiras atuam simultaneamente no mercado financeiro e de capitais, como os Bancos de

³⁰ Artigo 3º da Lei nº 6.385/76: “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;”

³¹ Artigo 2º da Lei nº 6.385/76: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional”

³² ROCHA, J. P. C. V. da. *As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário*: as competências do CMN, do BACEN e da CVM. In: MOSQUERA, R. Q. (Coord.) et. al. *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º volume. São Paulo: Dialética, 2000, p. 70.

³³ “Descentralização é a distribuição de competências de uma para outra pessoa, física ou jurídica. Difere da desconcentração pelo fato de ser esta uma distribuição interna de competências, ou seja, uma distribuição de competências dentro da mesma pessoa jurídica”. DI PIETRO, M. S. Z. *Direito administrativo*. 17ª edição. São Paulo: Atlas, 2004, p. 349.

Investimento. Em tais situações, cabe ao Conselho Monetário Nacional a coordenação das funções do BACEN e da CVM, nos termos da Lei 6.385/76, artigo 15, §§ 2º e 3º.³⁴

Em 2001, foi operada a reforma da Lei das Sociedades Anônimas e, concomitantemente, reformou-se a Lei da CVM (Lei nº 6.385/76). A reforma das S.A. ocorreu através da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que também alterou dispositivos da Lei da CVM. Neste mesmo dia, foi promulgado o Decreto 3.995/01, que também trouxe mudanças à Lei da CVM não trazidas na Lei 10.303/01 em função da Emenda Constitucional nº 32, que transferiu a competência de dispor sobre a organização e funcionamento da administração federal (desde que não implique em aumento de despesa, criação ou extinção de cargos) do Congresso Nacional para a Presidência da República.³⁵

Todo o esforço legislativo empreendido na reforma foi no sentido de garantir a independência da CVM. Deste modo, “praticamente todas as matérias que antes dependiam do Conselho Monetário Nacional, no âmbito do mercado de valores mobiliários, passaram à competência exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários”.³⁶

O relator do projeto de reforma na Câmara dos Deputados, Antonio Kandir, assim dispõe sobre a razão da transferência de competências:

De fato, não mais se justificava a manutenção de certas competências no âmbito do referido Conselho, como a de editar normas relativas à constituição e ao funcionamento das bolsas de valores, tendo em vista que somente a CVM tem o domínio técnico e o conhecimento das peculiaridades do mercado bursátil.³⁷

Dentre estes poderes extraídos do Conselho Monetário Nacional com a reforma, sobressai para os fins deste trabalho *a competência de criar novos valores mobiliários*. Isto não significa, porém, que esta competência tenha sido transferida para a CVM, pois se trata de *consequência lógica da introdução de um conceito de valor mobiliário no*

³⁴ COMPARATO, F. K. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981, p. 301.

³⁵ KANDIR, A. *A Nova CVM e a Modernização da Lei das S.A.*In: LOBO, J. (Coord.) et. al. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 8.

³⁶ CHEDIAK, op. cit., p. 540.

³⁷ Id.,p. 9.

ordenamento jurídico brasileiro com a Medida Provisória nº 1.637, que posteriormente foi convertida na Lei nº 10.198/01. Desta forma, não há mais a necessidade de reconhecimento ou criação regulamentar de um valor mobiliário, pois o será automaticamente aquele título ou contrato que se enquadrar na definição legal. E assim entendeu o legislador, tanto que extinguiu a concessão de poderes ao Conselho Monetário Nacional para inserir, a seu critério, outros títulos no rol de valores mobiliários, alterando a redação original do inciso III do artigo 2º da Lei 6.385/76.

Outra competência originariamente do CMN transferida para a CVM com a reforma foi a de editar o regulamento que disciplina o seu próprio inquérito administrativo instaurado para apurar a ocorrência de ilícitos no mercado de valores mobiliários.

Por fim, a reforma tornou competente a CVM para regular e fiscalizar o mercado de futuros e derivativos, o que é digno de nota. Para tanto, a Lei 10.303/01 ampliou o conceito de valor mobiliário, opção polêmica que será analisada em momento pertinente.³⁸

2.4 A COMPETÊNCIA DA CVM

A CVM foi instituída nos moldes da SEC (*Securities and Exchange Commission*), entidade responsável pela regulação³⁹ e fiscalização do mercado de capitais (*securities*) americano.⁴⁰ A criação da SEC fez parte do esforço norte-americano para superar a crise

³⁸ Conferir capítulo 4.6 deste trabalho.

³⁹ INSERIR CONCEITO DE REGULAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS***. Para uma breve síntese a respeito das teorias das falhas de mercado como premissas do modelo de regulação, consultar CANTIDIANO, L. L. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 23 e ss. Para uma análise econômica do papel do agente regulador do mercado de capitais, cf. GARCIA JR, R. *Os fundamentos econômicos para uma teoria da regulação em mercados de capitais em processo de globalização*. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/fundamentos.pdf>. Consultado em 25 jul. 2005.

⁴⁰ MUNIZ, P. *A competência da Comissão de Valores Mobiliários*. In: *Simpósio sobre Direito dos valores mobiliários*. Brasília : CJP, 1998. 135 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 15). Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

gerada com o *crash* de 1929 na Bolsa de Valores de Nova Iorque, conforme nos conta Osmar Brina Côrrea Lima:

Dentro do contexto do New Deal e nele integradas, promulgaram-se duas leis federais norte-americanas visando disciplinar o mercado de capitais e criou-se uma Comissão de Valores Mobiliários (*Securities and Exchange Commission*) para regular as trocas de mercadorias e ações e eliminar os *pools*, as vendas fictícias de títulos e outras estratégias destinados a influenciar os mercados, bem como para fiscalizar a emissão de novos títulos. A lei federal de 1933 procurou disciplinar o mercado primário de valores mobiliários, ou seja, de emissão de novos títulos. A de 1934, o mercado secundário, de revenda, operacionalizado via Bolsas de Valores.⁴¹

A despeito de ter sido criada à imagem e semelhança da agência americana, Petrônio Muniz chama a atenção para o fato de que, em seu princípio, a CVM foi deliberadamente desprovida dos pressupostos institucionais que proporcionam a independência e liberdade de ação que marcam a *Securities and Exchange Commission*. “Exemplos flagrantes dessa distorção institucional são do domínio público, trazendo em seu bojo um endêmico receio quanto à eficiência do órgão para o desempenho satisfatório da sua missão”.⁴²

Este vício de nascença da CVM foi sanado com a reforma do mercado de valores mobiliários operada recentemente no país. A reforma aproximou a autarquia brasileira de seu modelo americano, tornando a Comissão de Valores Mobiliários uma entidade autárquica federal em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autonomia financeira e orçamentária. Quanto aos seus dirigentes, a Medida Provisória nº 8 (que posteriormente se transformou na Lei nº 10.411/02) lhes garantiu mandato fixo e estabilidade, a fim de proporcionar independência administrativa ao órgão.

Com relação à independência, digno de nota são as palavras de Fábio Konder Comparato a respeito das relações entre o Ministério da Fazenda e a Comissão de Valores Mobiliários, visto que esta se vincula àquela, fato que não foi alterado pela reforma:

⁴¹ LIMA, O. B. C. *O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano*. In: *Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários*. Brasília : CJP, 1999. 141 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 16). <Disponível em: <http://www.cjf.gov.br/revista/seriecademos/vol16.htm>>. Consultado em 20 out 2004.

⁴² MUNIZ, op. cit.

Constitui manifesta incompreensão dos princípios que regem a hierarquia administrativa pretender que esse órgão autárquico, no exercício de suas atribuições legais, deva acatar avisos emanados do Ministério da Fazenda, simplesmente porque a lei o vincula a esse Ministério. Essa vinculação não significa, de modo algum, um controle hierárquico – incompatível, de resto, com a idéia de serviço autônomo – mas uma simples tutela de orientação e finalidades.⁴³

A despeito deste entendimento, na prática havia certa dependência da CVM ao Ministério da Fazenda, e a reforma buscou acabar com a via mais expressiva por meio da qual se manifestava esta subordinação: a forma de investidura e exercício dos mandatos dos dirigentes. O objetivo do legislador foi proteger o comando da entidade de pressões políticas ou influências de outra ordem, a fim de resguardar sua autonomia administrativa e operacional.

A Diretoria da CVM é composta por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República com aprovação prévia do Senado Federal. O mandato dos dirigentes é de cinco anos, sem direito a recondução, e a cada ano um quinto dos membros é renovado. A perda do mandato se dá somente em casos de decisão judicial transitada em julgado, renúncia ou processo administrativo disciplinar instaurado pelo Ministro da Fazenda e julgado pelo Presidente da República.

A Lei 10.303/01 alterou o artigo 7º da Lei nº 6.385/76, incluindo o inciso V. Tal inciso dispõe que a CVM *utilizará os recursos advindos da cobrança da taxa em função do exercício de seu poder de polícia para custear suas atividades*. Antes da reforma, estes recursos eram repassados ao Tesouro Nacional para compor o montante de receitas da União. A quantia destinada à CVM era resultado da partilha de receitas na elaboração do orçamento, e independia dos valores que a autarquia recolhia com a cobrança da taxa.⁴⁴

⁴³ COMPARATO, op. cit., p. 300.

⁴⁴ Vale dizer que a taxa de serviço cobrada pela CVM pelo exercício de seu poder de polícia é a única desta espécie que ainda existe no sistema tributário nacional. A maioria dos serviços públicos que seriam remunerados por taxas são exercidos por sociedades de economia mista ou estão sob regime de concessão a particulares. Há, inclusive, quem tenha questionado a constitucionalidade desta taxa, alegando que teria base de cálculo típica de imposto – o capital das empresas. Hugo de Brito Machado contraria este entendimento, que também não foi recepcionado pela jurisprudência, esclarecendo que o fato gerador da taxa é o poder de polícia oferecido pela CVM. Cf. MACHADO, H. de B. *A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei das Sociedades por Ações*. In: *Simpósio sobre Direito dos valores mobiliários*.

O aspecto financeiro era o último elemento necessário para garantir a devida autonomia à CVM. Neste sentido, observa Chediak que:

A conjugação do mandato fixo dos dirigentes da autarquia especial, nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, com a criação de fonte de receita mais do que necessária para o custeio de suas atividades, deverá conferir à Comissão verdadeira independência funcional e política, possibilitando o exercício de suas funções de maneira mais técnica e independente.⁴⁵

O artigo 4º da Lei 6.385/76 elege as finalidades⁴⁶ da Comissão de Valores Mobiliários, enquanto que o artigo 8º dispõe sobre a competência⁴⁷ da mesma. De forma

Brasília : CJF, 1998. 135 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 15). Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

⁴⁵ CHEDIK, op. cit., 538-39.

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Art. 8º (com as alterações trazidas pelo Decreto 3.995/01) 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.

geral, a CVM exerce função normativa, fiscalizatória, punitiva e opinativa no mercado de capitais.⁴⁸ Esta última consiste na participação da autarquia como *amicus curiae* em processos judiciais com matéria de sua competência para fornecer parecer ou esclarecimentos (artigo 31, Lei 6.385/76). Trata-se de mera colaboração no processo, sem que a CVM cumpra papel de parte.⁴⁹

A alínea "c" do inciso IV do artigo 4º, que trata do “uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”, assim como o inciso III do artigo 8º, que menciona a “veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados”, constituem a essência dos objetivos da regulação do setor. Observa com razão Chediak que “todo o sistema de regulação do mercado de valores mobiliários se baseia na ampla e honesta divulgação de informações. Não há ordenamento que pretenda regular o mercado de valores mobiliários que fuja dessa regra”.⁵⁰ Trata-se do princípio do *full disclosure*, importado do direito americano.⁵¹

Não cumpre à CVM, portanto, realizar análise de mérito a respeito do sucesso do empreendimento, mas assegurar ao investidor o acesso às informações necessárias para

§ 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.

⁴⁸ MACHADO, op. cit.

⁴⁹ ROSAS, R. *Controle Judicial dos Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* n° 3, set-dez 1998. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998, p.75.

⁵⁰ CHEDIK, op. cit., p. 539.

⁵¹ Acerca dos fundamentos deste princípio: “A preocupação do direito societário e do direito dos valores mobiliários com a informação é o reflexo de uma atitude que começou por ter expressão no direito público, com a consagração da idéia de que as sociedades são tanto mais democráticas quanto dispuserem de um sistema eficiente de divulgação das notícias e de circulação da informação, que vai garantir um maior controlo do poder”. FERREIRA, E. P. *A informação no mercado de valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 138. Cf. também Capítulo 4.4 deste trabalho.

que ele próprio possa fazê-lo. Com efeito, Hugo de Brito Machado, citando Eizirik, nos diz que “num mercado capitalista, num mercado de economia desenvolvida e livre, todos devem ter liberdade de vender até ovos podres, desde que digam que são podres”.⁵²

Ambos os artigos, tanto o que trata da competência do órgão administrativo em tela quanto aquele que trata das suas finalidades, nos remetem para a noção de valores mobiliários como elemento delimitador da competência da CVM, e a reforma também trouxe alterações neste terreno. Parte da doutrina entende que o regime de divisão de competências entre o BACEN e a CVM criado com a Lei nº 6.385/76 não era claro, gerando “zonas cinzentas” nas fronteiras de atuação das duas autarquias,⁵³ especialmente no que se refere às quotas de fundo de investimento financeiro e no mercado de derivativos.⁵⁴ A extensão da competência da CVM a estes títulos, eis que passaram a ser considerados valores mobiliários, teria encerrado, a princípio, as dúvidas.

Em sentido contrário, outra parcela da doutrina entende que a divisão de competências era clara no antigo regime da Lei nº 6.385/76, sustentando a existência de um “mercado de valores mobiliários restrito”, de responsabilidade da CVM, e um “mercado de capitais residual”, de incumbência do Banco Central.⁵⁵ Ora, a solução desta pendência depende da concepção que se tenha de valor mobiliário e, com o novo conceito aberto de valor mobiliário, ainda se entenda que a CVM tenha sua competência bem definida nestes dois artigos, impossível se faz determinar exatamente a sua extensão sem recorrer ao conteúdo do conceito de valor mobiliário.

⁵² O referido autor, no entanto, não poupa críticas à atuação da CVM neste sentido, dizendo que “a Comissão de Valores Mobiliários está deixando venderem ovos podres, dizendo que são bons”. MACHADO, op. cit.

⁵³ ROCHA, op. cit., p. 72 e ss.

⁵⁴ Cf. Capítulos 4.5 e 4.6 desta obra.

⁵⁵ ROCHA, ob. cit., p. 72-3.

3 VALORES MOBILIÁRIOS E TÍTULOS DE CRÉDITO

3.1 A MOBILIZAÇÃO DOS CRÉDITOS

Embora não tenham sido dignos de muita atenção, os valores mobiliários são um tema polêmico no direito comercial. *Os entendimentos a respeito da natureza destes títulos variam de um extremo a outro.* Para alguns, os valores mobiliários não merecem nem mesmo o *status* de conceito jurídico-científico, consistindo em mera categoria legal.⁵⁶ De modo diverso, grande parte da doutrina comercialista concebe o valor mobiliário como uma espécie do gênero título de crédito. Compartilham deste entendimento, por exemplo, Rubens Requião, Philomeno Joaquim da Costa, Fran Martins e Waldirio Bulgarelli. Por fim, outros entendem ainda que os valores mobiliários são uma categoria jurídica à parte dos títulos de crédito, com regime jurídico próprio.⁵⁷

É certo que a origem dos valores mobiliários está intimamente ligada com a origem dos títulos de crédito, isto é, com o fenômeno da mobilização dos créditos. A questão é *determinar se as relações que ligam ambos os instrumentos ultrapassam a mera identidade de origem* e se existe uma relação de gênero-espécie entre as categorias, o que implicaria na aplicação do regime jurídico cambiário aos valores mobiliários.

O fenômeno da mobilização dos créditos tem início na Europa a partir do Século XIV ou XV, em função de dois fatos que atravancavam a prática comercial à época: o entesouramento e a insegurança no transporte do dinheiro.⁵⁸

⁵⁶ Newton de Lucca, por exemplo. Cf. DE LUCCA, N. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979, p. 38.

⁵⁷ Conferir a este respeito BERTOLDI, M. M. *Curso avançado de direito comercial, volume 1: teoria geral do direito comercial, direito societário*. 2ª edição revista e atualizada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003, p. 275 e ss; BULGARELLI, W. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 37, jan./mar. de 1980, p. 94 e ss. COELHO, F. U. *Curso de direito comercial, volume 1*. 9ª edição, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 369 e ss.

⁵⁸ MATTOS FILHO, A. O. *O conceito de valor mobiliário*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 59, jul./set. de 1985, p. 30.

O entesouramento decorria da prática dos comerciantes de guardar as moedas de ouro e prata, circulando somente aquelas cunhadas em metais de menor valor, gerando dificuldade para realizar as transações que envolviam grandes somas. Some-se a isto a insegurança de transportar e o incômodo de negociar com grandes volumes de moedas.⁵⁹

Várias dessas operações mercantis não eram realizadas à vista, mas sim a termo, de modo que era necessário um documento que comprovasse juridicamente a operação. Logo, este documento passou a ser negociado por terceiros não envolvidos na transação original, dando origem aos títulos de crédito. *Desde então, os instrumentos de circulação de créditos e direitos evoluíram seguindo as necessidades dos empresários e nos limites de sua criatividade.*

Waldírio Bulgarelli narra como o fenômeno da mobilização de créditos acompanhou o surgimento do mercado de capitais:

Nesse sentido, já apontava Ascarelli, como ao lado das cambiais, que emitidas pelos comerciantes passaram a ser descontadas nos bancos, as ações e obrigações das sociedades anônimas passaram a ser negociadas em Bolsas. (...) É conhecido que tal fenômeno se deve ao aparecimento, após a Revolução Industrial, de novas empresas e pelo seu desenvolvimento, a exigir grandes recursos, que os deviam recolher de quem deles dispusesse (chamado no seu conjunto de mercado de capitais), e tal arrecadação se fez mediante a emissão de ações e obrigações. A sociedade anônima tem aí o seu desempenho, surgindo como grande máquina de arrecadação de capitais, no dizer de Ripert, inserindo-se entre os chamados “mecanismos jurídicos”, por Tullio Ascarelli.⁶⁰

Em seguida, o referido autor ressalta a importância destes acontecimentos, ensejadores do nascimento dos títulos de crédito e dos valores mobiliários, para a formação da economia moderna:

Evidentemente que a negociação de tais papéis exigia uma organização e uma técnica, desenvolvendo-se então as Bolsas e aperfeiçoando-se os mecanismos destinados às operações bursáteis (...), e, por outro lado, aperfeiçoando-se as técnicas bancárias, com o crescimento do mercado financeiro. A verdadeira substituição da moeda como forma de pagamento pelos papéis negociáveis e a estruturação da técnica e organização dos bancos e das Bolsas marcam profundamente o mercado moderno.⁶¹

⁵⁹ MATTOS FILHO, op. cit., p. 31.

⁶⁰ BULGARELLI, *Os valores mobiliários brasileiros...*, p. 95-6.

⁶¹ Id., p. 96.

Antes de verificar qual a relação existente entre os títulos de crédito e os valores mobiliários, cabem duas tarefas prévias. Primeiro, esboçar uma análise sucinta acerca da teoria geral que rege a constituição e circulação dos títulos de crédito. Posteriormente, veremos qual posição os valores mobiliários (ou os títulos equivalentes) ocupam em alguns direitos estrangeiros.

3.2 A TEORIA GERAL DOS TÍTULOS DE CRÉDITO

Ary Oswaldo Mattos Filho nos diz que é possível dividir a história dos títulos de crédito na doutrina brasileira em antes e após Cesare Vivante.⁶² Com efeito, é mérito do italiano a construção de uma teoria unitária dos títulos de crédito, a partir de suas características comuns.

A construção clássica de Vivante reza que *título de crédito é o documento necessário para o exercício do direito, literal e autônomo, nele mencionado*. Este conceito foi recepcionado pelo Código Civil (Lei 10.406/2002), que dispõe, em seu artigo 887, que “o título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”.

Título de crédito é, portanto, antes de tudo, um *documento*. Para o mundo do direito, um documento serve para comprovar a existência de um fato, e os títulos de crédito não são os únicos que se destinam a esta finalidade. Segundo Fábio Ulhoa Coelho, *três aspectos diferenciam um título de crédito dos demais documentos representativos de direitos e obrigações*.⁶³

O primeiro aspecto em que é possível verificar o contraste entre títulos de crédito e outros documentos reconhecidos pelo direito (como nota fiscal, apólice de seguro, escritura pública de compra e venda de imóvel, etc.) é que aqueles *reportam somente relações creditícias*. Nenhuma outra obrigação (seja de dar, fazer ou não fazer) é reportada em um título de crédito. A exceção são alguns títulos de crédito impróprios,

⁶² MATTOS FILHO, op. cit., p. 34.

⁶³ COELHO, *Curso de direito comercial, volume 1...*, p. 369 e ss.

como aqueles que representam a propriedade sobre mercadorias.⁶⁴ Todavia, esta característica, por si só, não é suficiente para identificar os títulos de crédito, vez que a apólice de seguro, por exemplo, também comprova apenas a existência de um crédito, ainda que eventual, do segurado ou do beneficiário contra a seguradora.⁶⁵

Em segundo lugar, *o título de crédito tem o atributo legal de título executivo extrajudicial*, conforme o artigo 585, I do Código de Processo Civil. A facilidade de cobrança do crédito em juízo decorre da dispensa de ajuizamento de ação de conhecimento (ou monitória), e contribui para a negociabilidade e liquidez dos títulos de crédito. Entretanto, esta característica também não é exclusiva dos títulos de crédito, pois outros documentos representativos são revestidos desta qualidade. Fábio Ulhoa Coelho traz como exemplo a sentença judicial, a apólice de seguro de vida e o contrato quando revestido de certas formalidades.⁶⁶

O terceiro aspecto caracterizador dos títulos de crédito consiste na sua *negociabilidade*. O regime jurídico cambiário que regula os títulos de crédito (diverso do chamado regime civil) facilita a circulação e negociação de direitos, tendo em vista a aceitação dos mesmos junto a terceiros, como instituições financeiras que realizam a operação de desconto bancário a fim de antecipar o valor da obrigação ou parte dele. “A negociabilidade dos títulos de crédito é decorrência do regime jurídico-cambial, que estabelece regras que dão à pessoa para quem o crédito é transferido maiores garantias do que as do regime civil”.⁶⁷

São três os *princípios que compõem o regime jurídico cambiário: cartularidade, literalidade e autonomia das relações cambiais*. A doutrina apresenta o conjunto destes princípios como sendo o atributo que mais profundamente distingue os títulos de crédito dos demais documentos representativos de obrigações.⁶⁸ Rubens Requião chama de

⁶⁴ “O *warrant* e o conhecimento de depósito, por exemplo, unidos, representam a propriedade de mercadorias depositadas em Armazéns Gerais”. COELHO, op. cit., p. 370.

⁶⁵ Id., p. 370.

⁶⁶ Id., p. 371.

⁶⁷ Id., p. 371.

⁶⁸ Id., p. 372.

“requisitos básicos” do título de crédito, e inclui ainda o elemento da independência, embora ressalte que este último não é uma característica geral dos títulos de crédito.⁶⁹

Dispõe o princípio da cartularidade que a posse do título é necessária para o exercício dos direitos nele mencionados. *O título de crédito se materializa numa cártula, e o exercício do direito pressupõe a sua exibição material.*⁷⁰ Duas são as conseqüências deste princípio. Em primeiro lugar, aquele que possui a cártula é presumido credor e legítimo titular do direito creditício. Em segundo lugar, a transferência da posse do título implica na transferência da própria titularidade do direito. Na doutrina, esta ligação entre o direito e a cártula também é apresentada através da imagem da “incorporação”, segundo a qual o direito é incorporado no documento.⁷¹

A propósito da cartularidade dos títulos de crédito, a doutrina assinala o desafio que os títulos criados e transmitidos unicamente por meio magnético (dos quais o mais corrente é a duplicata eletrônica) representam para a teoria geral, e afirma a necessidade de se repensar a exigência de apresentação em meio papel.⁷² O ordenamento jurídico brasileiro, inclusive, já prospera no sentido de regulamentar essa nova forma de representação dos títulos de crédito, cuja existência já é reconhecida no Código Civil, artigo 889, §3º.

Pelo princípio da literalidade, o conteúdo e a extensão do direito mencionado no título é determinado exclusivamente tendo em vista o teor deste último. “O título de crédito se enuncia em um *escrito*, e somente o que está nele inserido se leva em consideração”.⁷³ Disposições documentadas em outros instrumentos podem gerar efeito entre as partes diretamente envolvidas, mas serão inócuas perante o portador do título. A literalidade opera conseqüências para os dois pólos da relação jurídica cambial:

⁶⁹ REQUIÃO, R. *Curso de Direito Comercial, volume 2*. 20ª edição. São Paulo: Saraiva, 1995, p.291.

⁷⁰ Id., p.291.

⁷¹ COELHO, *Curso, volume 1*, p. 372-3.

⁷² BERTOLDI, M. M. e RIBEIRO, M. C. P. *Curso Avançado de Direito Comercial, volume 2: títulos de crédito, falência e concordata, contratos mercantis*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003, p. 31-2.

⁷³ REQUIÃO, op. cit., p.291.

De um lado, nenhum credor pode pleitear mais direitos do que os resultantes exclusivamente do conteúdo do título de crédito; isso, corresponde, para o devedor, a garantia de que não será obrigado a mais do que o mencionado no documento. De outro lado, o titular do crédito pode exigir todas as obrigações decorrentes das assinaturas constantes da cambial; o que representa, para os obrigados, o dever de as satisfazer na exata extensão mencionada no título.⁷⁴

Por fim, o último dos princípios que constituem o regime jurídico cambiário é também o mais importante, especialmente do ponto de vista da circulação. *O título de crédito circula através de relações jurídicas que nele são documentadas. Segundo o princípio da autonomia, cada uma destas obrigações é autônoma*, e os vícios que eventualmente venham a comprometer uma delas não afeta as demais. Sendo assim, logo que o título é posto em circulação, desvincula-se da relação jurídica originária, estando impossibilitado o devedor de opor exceções a terceiros de boa-fé em função de irregularidades que afetem a relação fundamental.⁷⁵ Aquele que possui o título de boa-fé exercita um direito próprio, que não pode ser anulado em razão das relações anteriores entre outros possuidores e o devedor.⁷⁶

3.3 OS VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO COMPARADO

Como foi visto, o Brasil herdou a teoria geral dos títulos de crédito da doutrina italiana, formulada por Vivante. Ocorre que, ao introduzir os valores mobiliários no sistema jurídico nacional, o legislador buscou inspiração na legislação francesa, gerando certa “miscigenação de sistemas”. Na doutrina da França, todavia, há um lugar específico para os valores mobiliários na teoria geral dos documentos, lugar esse que inexiste na doutrina italiana. Sobre este assunto, Fábio Konder Comparato nos diz que:

⁷⁴ COELHO, op. cit., p. 374.

⁷⁵ Id., p. 375-7.

⁷⁶ Rubens Requião destaca o interesse social na plena garantia e segurança na aquisição dos títulos de crédito por terceiros de boa-fé, a fim de proporcionar sua ampla circulação. “O título deve, destarte, passar-lhe às mãos purificado de todas as questões fundadas em direito pessoal, que porventura os antecessores tivessem entre si, de forma a permanecer límpido e cristalino nas mãos do novo portador”. REQUIÃO, op. cit., p. 296.

A categoria (valores mobiliários) aparece desenhada com nitidez, aliás, apenas no direito francês e no direito norte-americano. Naquele, em contraposição aos *effects de commerce*; neste, sob o termo genérico de *securities*, como títulos diversos dos *negotiable instruments*. Nos demais direitos ocidentais, como o alemão e o italiano, por exemplo, as ações de companhias e outros títulos por ela emitidos são considerados como subespécies dos títulos de crédito ou papéis-valores, e não categoria à parte.⁷⁷

Cumprido analisar, neste momento, *qual a posição que os valores mobiliários ocupam em alguns dos ordenamentos jurídicos estrangeiros em relação aos títulos de crédito*, especialmente aqueles que influenciaram a doutrina e a legislação nacionais.

3.3.1 Os valores mobiliários na Itália

Com efeito, a doutrina italiana considera “estrangeira” a noção de valores mobiliários, sendo carente de um lugar próprio na terminologia jurídica italiana. Ainda que utilizada em algumas decisões jurisprudenciais e na doutrina, o termo “valores mobiliários” não corresponde a um conceito jurídico preciso. Os títulos negociados em mercado de capitais na Itália são chamados de “títulos de massa”, e a regulação do setor é tarefa da *CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, criada pela Lei nº 216/1974.

Citando Giovanni Ferri, Waldírio Bulgarelli⁷⁸ esclarece que, na visão da doutrina italiana, a distinção entre os chamados títulos de massa (que seriam os valores mobiliários) e os títulos individuais *limita-se à função econômica que cada um exerce*. Enquanto os títulos individuais se prestam à mobilização do crédito, os títulos de massa servem para a disseminação da propriedade.⁷⁹

Todavia, *o que de fato interessa para o direito, segundo Ferri, é a circulação do título*, aspecto em que inexiste diversidade entre os títulos de massa e os títulos individuais. Ainda que a justificação econômica seja diversa, permanece idêntica a

⁷⁷ COMPARATO, op. cit., p. 17.

⁷⁸ BULGARELLI, op. cit., p. 102.

⁷⁹ Os títulos admitidos à cotação em bolsa na Itália são enumerados na Lei nº 279, de 20/03/1913, e correspondem substancialmente à noção francesa de valores mobiliários, que adotamos na Lei nº 6.385/76 antes da Medida Provisória 1.637/98. BULGARELLI, op. cit., p. 102-3.

atribuição da circulabilidade aos títulos, restando idênticas também as exigências para a circulação dos títulos e os seus efeitos:

É indubitável que o direito que cada título exprime é diverso, e mesmo sendo todos títulos de crédito, uma cambial ou um cheque bancário não podem ser confundidos com uma obrigação de sociedade ou com uma ação (...). Mas isto não elimina o fato de que todos esses documentos são títulos de legitimação circulantes gerando identidade de problemas e identidades de situação quando circulam e pelo fato de que circulam.⁸⁰

Vale dizer que, no entendimento de Ferri, o regime jurídico unitário para os títulos circulantes não é uma opção arbitrária do legislador italiano, mas corresponde à efetiva realidade, e cita como prova para tanto o fato de que, na França, ainda que existam *efeitos de comércio e valores mobiliários*, ambas acabam por se reunir numa única categoria mais ampla chamada de títulos negociáveis⁸¹.

Esta tendência italiana de enquadrar os valores mobiliários como títulos de crédito sob a alcunha de títulos de massa resulta da *tentativa de readequação da teoria de Vivante à realidade do mercado de capitais*, operada por Túlio Ascarelli, conforme nos ensina Ary Oswaldo Mattos Filho. Este mesmo autor, todavia, critica a distinção entre títulos individuais e títulos de massa, eis que os critérios utilizados por Ascarelli se revelam inadequados.⁸²

Na ótica de Ascarelli, os títulos de massa caracterizam-se pela emissão de muitos títulos a longo prazo, em uma mesma operação e sujeitos a uma regulamentação comum. A tentativa de classificação se mostra falha, por vários motivos. Primeiro, o prazo é irrelevante, pois depende da vontade dos emitentes e tomadores. Segundo, a expressão “muitos” utilizada por Ascarelli é de uma incerteza insuperável. Terceiro, porque “um comprador pode emitir ‘muitas’ notas promissórias a um mesmo vendedor, com a cláusula de impossibilidade de desconto das mesmas; neste caso, embora muitos títulos de crédito tenham sido emitidos, não se criou um título de massa”.⁸³

⁸⁰ BULGARELLI, op. cit., p. 103-4.

⁸¹ Id., p. 104

⁸² MATTOS FILHO, op. cit., p. 36

⁸³ Id., p. 36.

3.3.2 Os valores mobiliários na França

De fato, na França o conceito de valores mobiliários (*valeurs mobilières*) encontra plena consagração doutrinária, legislativa e jurisprudencial.⁸⁴ Situam-se dentro da categoria mais ampla chamada de títulos negociáveis (*titres négociés*), da qual também fazem parte os efeitos de comércio (*effects de commerce*). Os efeitos de comércio são conceituados como “títulos negociáveis que constataam a existência, em favor do portador de um crédito a curto prazo e serve para o seu pagamento”. Seriam, basicamente, os cheques, notas promissórias, letras de câmbio, etc. Os valores mobiliários, por sua vez, são conceituados como “títulos negociáveis representando direitos de sócios ou de empréstimos a longo prazo”, não necessariamente negociáveis em bolsa.⁸⁵ A agência governamental incumbida da tarefa de regular o mercado de capitais francês é a COB – *Commission des Opérations de Bourse*, instituída pela *Ordonnance* 67-833, de 28 de setembro de 1967.⁸⁶

A doutrina francesa destaca para a caracterização dos efeitos de comércio a *sua utilização como instrumento de pagamento*, isto é, a sua assimilação à moeda, constituindo seus atributos o valor determinado, os prazos curtos e a fácil circulabilidade. A distinção entre efeitos de comércio e valores mobiliários é feita pela doutrina francesa baseada justamente na aptidão dos primeiros para substituir a moeda nos pagamentos e nas conseqüências disto.⁸⁷

A capacidade dos efeitos de comércio de substituir a moeda nos pagamentos decorre do fato de que as relações são de curto prazo, temporárias e de duração limitada. Isto faz com que os efeitos de comércio sejam passíveis de operações de desconto, o que os tornam úteis instrumentos de troca. Os valores mobiliários, pelo contrário, não se

⁸⁴ WALD, A. *O mercado futuro de índices e os valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 57, jan./mar. de 1985, p. 5.

⁸⁵ BULGARELLI, op. cit., p. 100-1.

⁸⁶ BRINA, op. cit.

⁸⁷ BULGARELLI, op. cit., p. 101.

prestam às operações de desconto, sendo inaptos para substituir a moeda como meio de pagamento.⁸⁸

Outra diferença se dá no campo da responsabilidade daquele que negocia um efeito de comércio ou um valor mobiliário. Geralmente aquele que negocia um efeito de comércio efetua um pagamento, o que lhe torna plenamente responsável, pois é necessário certificar o valor do documento com o qual foi quitado o débito. Situação diversa se passa com aquele que negocia um valor mobiliário. Este não se torna garante da solvabilidade do emissor do título, já que o empréstimo ou aplicação de capital é reembolsável somente a longo prazo e neste interregno a situação do devedor pode se modificar.⁸⁹

Por fim, duas outras características são apontadas pela doutrina francesa como exclusivas dos valores mobiliários: a sua emissão em série e o reembolso por sorteio, ao menos daqueles valores mobiliários que constituem obrigações.⁹⁰

Seguindo o mesmo raciocínio empregado por Ferri para justificar o regime unitário dos títulos italianos, *o elemento que liga os valores mobiliários ao direito comercial, de acordo com a doutrina francesa, é a sua mobilidade*. “O valor mobiliário é por excelência um título de investimento (*placement*), e seu característico distintivo é que o direito que ele representa é um direito de sócio ou de empréstimo, ou seja, um direito suscetível de obter uma renda. (...). As três categorias clássicas dos valores mobiliários, na França, são constituídas pelas ações, as obrigações e as partes do fundador”.⁹¹

Mattos Filho, ao tratar da sistemática francesa, reafirma a crítica já feita à distinção entre títulos de massa e títulos individuais no direito italiano, especificamente no que se refere ao prazo como elemento distintivo, e questiona a capacidade da teoria francesa de distinguir os *effects de commerce* dos *valerus mobilières* face ao desenvolvimento do mercado de capitais.⁹²

⁸⁸ Id., p. 101.

⁸⁹ Id.

⁹⁰ Id., p. 102.

⁹¹ Id.

⁹² Sobre este tema, diz o autor que “com o desenvolvimento do mercado de capitais vários títulos, que historicamente são classificados como efeitos comerciais, passam a se comportar, na realidade

3.3.3 Os valores mobiliários em Portugal

Em Portugal, o mercado de capitais é regulado de acordo com as disposições do Código dos Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 486, de 13 de novembro de 1999), que substituiu o antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 142-A, de 10 de abril de 1991), trazendo profundas alterações na matéria, especialmente no que se refere ao conceito de valor mobiliário.⁹³

José de Oliveira Ascensão nos relata que a legislação portuguesa anterior trazia uma definição insatisfatória de valor mobiliário. O atual Código dos Valores Mobiliários, embora proponha algo como uma “teoria geral do valor mobiliário”⁹⁴ limita-se a uma enumeração exemplificativa do que seriam os valores mobiliários. O artigo 1.º do referido Código dispõe que:

São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: a) As acções; b) As obrigações; c) Os títulos de participação; d) As unidades de participação em instituições de investimento colectivo; e) Os warrants autónomos; f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas ‘a’ a ‘d’, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão e g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado.

Deste modo, coube à doutrina portuguesa a formulação de um conceito de valor mobiliário a partir da conjugação dos dispositivos legais que tratam do tema.

No direito português, a categoria dos valores mobiliários é figura mais ampla do que a dos títulos de crédito (mas que não inclui todos os títulos de crédito), sendo que a origem daqueles está ligada à própria evolução destes últimos. “O movimento de

negocial, como títulos negociáveis que permitem a colocação de capitais, porém, não necessariamente em série, de igual valor, remuneração ou prazo de vencimento”. MATTOS FILHO, op. cit., p. 38.

⁹³ ASCENSÃO, J. de O. *O actual conceito de valor mobiliário*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 37.

⁹⁴ Todavia, Ascensão é enfático ao afirmar a insuficiência do Código de Valores Mobiliários para tecer uma teoria geral dos valores mobiliários: “seria ousado pretender que o CVM (Código dos Valores Mobiliários) logrou atingir o objetivo de conter a teoria geral dos valores mobiliários. Em muitos domínios é apenas incipiente. Haverá que recorrer a muitas outras fontes para poder traçar a disciplina fundamental do valor mobiliário”. ASCENSÃO, op. cit., p. 39.

‘desmaterialização’ dos títulos de crédito levou ao aparecimento de outro modo de representação de direito: a representação meramente informática. Surgem os *valores escriturais*. Por isso se tornou necessário formular uma categoria que abrangesse as duas figuras. Utiliza-se a expressão *valor mobiliário*” (grifo no original).⁹⁵

Como se pode notar, a categoria dos valores mobiliários em Portugal é vasta, e não fixa somente a competência do órgão estatal específico de regulação do mercado de valores mobiliários – a CMVM, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – pois inclui os chamados *valores mobiliários de natureza monetária*, que são as obrigações emitidas por prazo igual ou inferior a um ano, estando sob a égide do Banco de Portugal. Assim, em terras lusitanas os valores mobiliários são *negociados também no âmbito do mercado monetário*.⁹⁶

Na ótica de Oliveira Ascensão, os valores mobiliários em Portugal “seriam direitos representados, integrados em categorias de idêntico conteúdo, de modo a permitir a negociação em massa, que sejam do tipo permitido em lei”. Ressalta o autor, entretanto, que esta noção ainda não é capaz de englobar toda a categoria dos valores mobiliários, pois “o CVM (Código dos Valores Mobiliários) tem a pretensão de regular *todos* os valores mobiliários, e não apenas os valores negociáveis. Assim, uma ação, mesmo sujeita a uma cláusula de intransmissibilidade, é um valor mobiliário”.⁹⁷

Carlos Osório de Castro, por sua vez, define valores mobiliários como “quaisquer direitos ou posições jurídicas, representados por títulos de crédito em sentido estrito ou assumindo forma equivalente (slc. escritural), emitidos em conjuntos homogêneos pela entidade que é contraparte dos investidores nas correspondentes relações e cuja negociação num mercado organizado não seja interdita por lei”.⁹⁸

Vale mencionar que existe, no direito tributário português, um conceito *ad hoc* de valor mobiliário, exclusivamente para fins fiscais, incluindo as quotas nesta categoria,

⁹⁵ ASCENSÃO, op. cit., p. 40.

⁹⁶ CASTRO, C. O. de. *Valores mobiliários: conceito e espécies*. 2ª edição. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1998, p. 12.

⁹⁷ ASCENSÃO, op. cit., p. 60.

⁹⁸ CASTRO, op. cit., p. 66.

fato que foi criticado por gerar uma “insegurança permanente com a utilização de um conceito de uma forma que violenta os seus aspectos fundamentais”.⁹⁹

Conclui-se que os títulos de crédito e os valores mobiliários no direito português são categorias que se sobrepõem, mas que não se identificam exatamente. A respeito da relação entre as duas categorias, Pedro Pais de Vasconcelos esclarece que títulos de crédito e valores mobiliários podem incorporar direitos da mesma natureza, todavia, este fato não indica que pertençam à mesma categoria.¹⁰⁰ Por exemplo, tanto o cheque quanto a unidade de participação em fundos de investimento incorporam direitos de crédito pecuniários, mas o primeiro é exclusivamente título de crédito, ao passo que a segunda é somente valor mobiliário. As obrigações, pelo contrário, são títulos de crédito e valores mobiliários, e incorporam direitos de crédito pecuniários.¹⁰¹

3.4 VALORES MOBILIÁRIOS E A TEORIA GERAL

Tendo exposto brevemente a teoria geral dos títulos de crédito e o posicionamento dos valores mobiliários na sistemática de alguns direitos estrangeiros, é chegada a hora de enfrentar o cerne da questão, isto é, qual o parentesco existente entre os dois tipos de instrumentos de circulação.

A relação dos valores mobiliários com a teoria geral dos títulos de crédito nunca foi respondida definitivamente pela doutrina comercialista.¹⁰² *Grosso modo*, a doutrina

⁹⁹ SANCHES, J. L. S. *O conceito fiscal de valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 84.

¹⁰⁰ “Os direitos incorporados nos títulos de crédito e nos valores mobiliários podem ser direitos de crédito pecuniários, direitos de participação social, direitos potestativos de aquisição de ações (direitos de subscrição), direitos reais sobre mercadorias”. VASCONCELOS, P. P. de. *O problema da tipicidade dos valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 64.

¹⁰¹ VASCONCELOS, P. P. de. *op. cit.*, p. 64-5.

¹⁰² A este respeito, Waldirio Bulgarelli relata que “não tem havido na doutrina a preocupação de distinguir, tanto entre os efeitos de comércio, como em relação aos valores mobiliários ou outros papéis que ficaram fora dessas duas classes (como, p. ex., os conhecimentos de transporte e de depósito), quais os que podem ser efetivamente considerados títulos de crédito, o que ocorre igualmente entre nós, omissão de que nós mesmos nos penitenciamos.” FRANÇA, R. L. (Coord.). *Enciclopédia Saraiva do direito*. Verbetes “Valores Mobiliários I” assinado por Waldirio Bulgarelli. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 407.

mais antiga tende a considerar todos os valores mobiliários como títulos de crédito. Tal posicionamento decorre da noção estreita e legal de valor mobiliário que existia sob a vigência da Lei nº 6.404/76 até a Medida Provisória nº 1.637/98, o que não gerava interesse prático maior na definição de valor mobiliário.

Exemplo desta noção meramente legal de valor mobiliário é aquela trazida por Rubens Requião, para quem os valores mobiliários são "todos os papéis emitidos pelas sociedades anônimas para captação de recursos financeiros no mercado".¹⁰³ O referido autor enquadra todos os valores mobiliários trazidos pela Lei nº 6.404/76 como títulos de crédito.¹⁰⁴ Nesta mesma linha, podemos classificar o posicionamento de Philomeno Joaquim da Costa, para quem "valor mobiliário é o título de crédito negociável, representativo de direito de sócio ou de mútuo a longo termo, chamado também título de bolsa. É expressão francesa, tipicamente pragmática; não possui característica científica".¹⁰⁵

Osmar Brina Corrêa Lima visualiza em alguns valores mobiliários *verdadeiros títulos de crédito propriamente ditos*, correspondendo ao conceito de *debt* do direito norte-americano. *Outros valores mobiliários seriam títulos de crédito impropriamente ditos*, ao que corresponderia o conceito de *equity* do direito norte-americano. No entanto, o próprio autor admite que a tentativa classificatória não é perfeita, e na prática sua precisão ficaria comprometida.¹⁰⁶

Newton de Lucca, dando tratamento pioneiro sobre o tema, sustenta a inexistência de uma relação de gênero e espécie entre os títulos de crédito e os valores mobiliários, pois o que faria determinado instrumento vir a ser considerado um valor mobiliário é algo diverso do que o levaria a ser caracterizado como um título de crédito, ou seja, a função

¹⁰³ REQUIÃO, op. cit., p. 27.

¹⁰⁴ Ações, certificados de depósitos de ações, partes beneficiárias, certificados de depósitos de partes beneficiárias, debêntures, certificado de depósito de debênture, cédula pignoratícia de debênture, bônus de subscrição de ações e certificado de bônus de subscrição de ações.

¹⁰⁵ COSTA, P. J. da. *Anotações às Companhias*, vol. I. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1980, p. 111-2.

¹⁰⁶ BRINA, op. cit.

econômica de ambos é diferente.¹⁰⁷ Apesar da aplicação subsidiária do endosso dos títulos cambiários (espécie do gênero títulos de crédito) aos valores mobiliários, por expressa referência legal (par. 5º do artigo 43 da Lei 6.404/76), não haveria qualquer outra subordinação destes últimos à teoria geral dos títulos de crédito. Nas palavras do próprio autor:

Diríamos que o conceito de ‘valores mobiliários’ não possui qualquer liame lógico com o de ‘títulos de crédito’. Podem os títulos assumir as feições de valores mobiliários e, vice-versa, 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 completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um valor mobiliário.¹⁰⁸

Exemplo desta concepção de “independência” entre as categorias de título de crédito e valor mobiliário é o posicionamento do autor a respeito da natureza das ações. O fato destas serem valores mobiliários, para Newton de Lucca, é inegável, mas isto não gera conseqüências para a discussão a respeito das mesmas serem ou não títulos de crédito.¹⁰⁹

De maneira semelhante, Modesto Carvalhosa defende que o conceito de valor mobiliário extrapola o de título de crédito, pois seriam categorias jurídicas diversas, que cumprem funções econômicas distintas. Para o autor, constitui o valor mobiliário “um instrumento de inversão financeira com o pressuposto de sua dispersão e com o predicado de sua liquidez e, portanto, de fácil negociabilidade”.¹¹⁰

Waldirio Bulgarelli, amparado em doutrina italiana, entende que *há um liame lógico entre os conceitos de valor mobiliário e de título de crédito* (a circulabilidade), o

¹⁰⁷ DE LUCCA, N. *As bolsas de valores e os valores mobiliários*, in Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/voll6.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

¹⁰⁸ DE LUCCA, *Aspectos...*, p. 38.

¹⁰⁹ DE LUCCA, N. *A ação da sociedade anônima como objeto de negociação no mercado de valores mobiliários*. In: Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/voll5.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

¹¹⁰ CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*, vol. 1, 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49-50.

que implica em certas características que são suficientes para integrar os valores mobiliários na teoria geral dos títulos de crédito.¹¹¹ Caminhando em sentido contrário a Newton de Lucca, o autor afirma que os valores mobiliários, ainda que não se confundam com todos os títulos de crédito, “participam e devem integrar-se à teoria dos títulos de crédito, não só para manter a unidade conceitual e sistemática, mas porque estão impregnados senão de todos, ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito”.¹¹²

O mesmo autor não nega que, para ser considerado um valor mobiliário, um instrumento deve apresentar alguns requisitos que são próprios do conceito de valor mobiliário. Todavia, para que possam atuar eficazmente como tais, necessitam também de ser dotados de certos requisitos que são básicos dos títulos de crédito, nomeadamente a legitimação e a titularidade, assim como regras de circulabilidade.¹¹³

Apesar do seu entendimento no sentido de integrar os valores mobiliários na teoria geral dos títulos de crédito, Waldirio Bulgarelli observa que o conceito de valores mobiliários tende a ser desenvolvido no sentido de adequar os mesmos à técnica de negociação em massa, indiferente à questão de constituírem ou não títulos de crédito.¹¹⁴

Posição radicalmente oposta assume Fábio Ulhoa Coelho. O comercialista afirma que os valores mobiliários não são títulos de crédito, porque não apresentam os elementos fundamentais que caracterizam estes últimos, o que impede a aplicação do regime do direito cambiário aos instrumentos negociados no mercado de capitais. Em sua ótica, os valores mobiliários devem ser encarados como uma categoria jurídica à parte dos títulos de crédito.¹¹⁵

Conforme já visto, os atributos que diferenciam o título de crédito dos demais documentos representativos de obrigação aceitos pelo direito são a obrigação de natureza

¹¹¹ BULGARELLI, W. *Títulos de Crédito*, 9^o ed. São Paulo: Editora Atlas, 1992, p.97.

¹¹² BULGARELLI, *Os valores mobiliários brasileiros...*, p. 111.

¹¹³ Id., p. 111.

¹¹⁴ Id., p. 110.

¹¹⁵ COELHO, F. U. *Curso de direito comercial, volume 2*. 8^a edição, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 137 e ss.

creditícia, a executividade e a negociabilidade. Segundo Ulhoa Coelho, *nenhum destes três atributos encontra-se presente na generalidade dos valores mobiliários*.

Tratando do primeiro atributo, o mencionado autor assume que alguns valores mobiliários documentam uma relação de crédito, dos quais são exemplos a debênture, a *commercial paper* e a parte beneficiária. Entretanto, nos bônus de subscrição o titular do valor mobiliário não tem nenhum direito creditício em face da sociedade emissora. E no caso das ações, o complexo de direitos documentados no valor mobiliário abrange muito mais do que uma relação de crédito pelos dividendos. Em suma, o fato de nem sempre os valores mobiliários documentarem unicamente relações de crédito é suficiente, na visão do autor, para que não seja atendido este primeiro atributo fundamental dos títulos de crédito.¹¹⁶

A capacidade dos títulos de crédito de servir como título executivo extrajudicial também não é encontrada em todos os valores mobiliários. As ações e partes beneficiárias, por exemplo, não se prestam à cobrança direta do crédito em juízo pois carecem de liquidez para tanto.¹¹⁷

Descartados dois dos atributos fundamentais, resta somente a negociabilidade, que consiste, de acordo com o entendimento de Ulhoa Coelho, *no mais importante e decisivo requisito para afastar os valores mobiliários da classificação como títulos de crédito*. A negociabilidade decorre dos princípios jurídicos que informam o regime jurídico cambiário, quais sejam, cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações.

Pois bem, o princípio da cartularidade não é aplicável aos valores mobiliários, que, além de admitirem, muitas vezes, a forma escritural, dispensando o certificado, não são documentos *necessários* ao exercício dos direitos pelos respectivos titulares. A condição de acionista, debenturista ou parte beneficiária pode ser provada, por muitos meios, independentemente da exibição do certificado, e sempre prevalecerá na solução de eventuais divergências, o constante dos livros de registros da companhia.¹¹⁸

A respeito do princípio da literalidade, o autor declara que este também é estranho aos valores mobiliários, exemplificando com as debêntures, as quais não trazem em seu

¹¹⁶ Id., p. 138.

¹¹⁷ Id., p. 138.

¹¹⁸ Id., p. 138-9.

certificado todas as condições da operação, pois estas são detalhadas em instrumento apartado, chamado de “escritura de emissão”.¹¹⁹

Finalmente, o princípio da autonomia das obrigações também não se aplica inteiramente aos valores mobiliários, pois se o ato de transferência de uma ação é afetado por um vício, e posteriormente a mesma ação é transferida de maneira válida e regular para terceiro de boa-fé, este último não é acionista. O vício que compromete a primeira relação se estende à segunda, comprometendo de igual modo a sua validade.¹²⁰

*Fábio Konder Comparato também concebe os valores mobiliários como uma categoria distinta dos títulos de crédito. “Na verdade, várias razões existem, tanto de ordem estrutural quanto funcional, para justificar regimes jurídicos diferentes entre os títulos de crédito stricto sensu e os valores mobiliários, apesar da concorrência de princípios comuns, a uns e a outros”.*¹²¹

Tendo em vista o *aspecto estrutural*, a diferença se apresenta no substrato material dos títulos de crédito, que “determina um regime jurídico muito especial, notadamente em matéria de posse ou de literalidade das obrigações nele mencionadas”.¹²² Em se tratando de valores mobiliários, este substrato material não é indispensável.

A segunda distinção do ponto de vista estrutural apontada por Comparato é a emissão sempre em série ou em massa dos valores mobiliários. Isto é possível porque as “prestações ou direitos de tais títulos são homogêneos entre si, qualitativa e quantitativamente. Desta homogeneidade dos valores mobiliários, em cada série de emissão, decorre a característica de sua fungibilidade, ausente nos títulos de crédito”.¹²³ Verdade é que, em geral, esta fungibilidade¹²⁴ é meramente econômica, pois cada título

¹¹⁹ Id., p. 139.

¹²⁰ Id., p. 139.

¹²¹ COMPARATO, op. cit., p. 17.

¹²² Id., p. 17.

¹²³ Id., p. 18.

¹²⁴ A respeito da fungibilidade, vale mencionar as observações de Ary Oswaldo Mattos Filho: “Uma terceira hipótese apontada (para distinguir títulos de crédito e valores mobiliários), seria a condição de fungibilidade dos valores mobiliários, situação não encontrável nos títulos de crédito. Assim, todos os títulos emitidos em massa, por serem fungíveis, seriam valores mobiliários; a *contrario sensu*, todos os títulos não fungíveis, mesmo que emitidos em grande quantidade, seriam títulos de crédito. Aceito que a

costuma ser individualizado por um número de ordem. No entanto, a fungibilidade jurídica pode ser instituída por lei ou pela vontade das partes, como ocorre na custódia de ações fungíveis.

Expostas estas distinções entre títulos de crédito e valores mobiliários no aspecto estrutural, o referido autor conclui:

De tudo o que se acaba de expor, decorre que os valores mobiliários, relativamente aos títulos de crédito, apresentam-se mais como *res* do que como *créditos*. Ademais, são coisas sujeitas a um mercado (graças à sua fungibilidade), isto é, *mercadorias*. (...). Compreende-se, portanto, que o regime protetor da circulação dos valores mobiliários seja fundado na posse e na organização de um mercado público para estes títulos (...), enquanto a garantia dos títulos de crédito repousa, originariamente, na inoponibilidade das exceções de mérito pelo mecanismo do endosso.¹²⁵

A concepção dos valores mobiliários como *res* também é compartilhada, segundo julgamos saber, por Alfredo de Assis Gonçalves Neto.¹²⁶

Sob o *ponto de vista funcional*, Fábio Konder Comparato destaca que os títulos de crédito são instrumentos de pagamento ou de prestação, enquanto os valores mobiliários são títulos de investimento ou de exercício do poder de controle empresarial.¹²⁷

A despeito das diferenças, que o levam a concluir que os valores mobiliários não são uma subespécie dos títulos de crédito, Comparato reconhece que *alguns princípios jurídicos se aplicam a ambos, e ilustra com a dissociação entre titularidade e legitimação*, ou seja, entre propriedade e posse, que nos valores mobiliários se exemplifica com o condomínio acionário. “É perfeitamente possível que a legitimação, ou investidura formal, relativamente a um valor mobiliário, se dê na pessoa do não-titular, e

fungibilidade é o elemento caracterizador, temos que a debênture classicamente catalogada como título de crédito, poderá passar a categoria de valores mobiliários; e as ações ao portador, não custodiadas, sejam consideradas como títulos de crédito, se não dotadas da característica da fungibilidade. Parece, entretanto, que a fungibilidade pode ser um dos critérios, mas não o critério que distinga o valor de outra categoria de bens, visto ser a fungibilidade uma categoria funcional que aproveita a outros valores que não somente os mobiliários.” MATTOS FILHO, op. cit., p. 36-7.

¹²⁵ COMPARATO, op. cit., p. 18.

¹²⁶ Ao tratar das partes beneficiárias, o autor nos diz que, dada sua natureza de valores mobiliários, constituem bens móveis incorpóreos, sujeitas ao regime jurídico das coisas móveis. Cf. GONÇALVES NETO, A. de A. *Lições de Direito Societário vol. 2: Sociedade anônima*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2004.

¹²⁷ Id., p. 18.

que – reverso da medalha – seja o titular privado da legitimação para exercer os direitos decorrentes do título”.¹²⁸

Marcia Carla Pereira Ribeiro e Marcelo Bertoldi também compartilham do entendimento que separa os valores mobiliários e os títulos de crédito em categorias jurídicas distintas, sob o argumento de que os primeiros não representam tão-somente um crédito,¹²⁹ mas sim *um título de investimento que pode trazer diversos direitos ao seu titular (inclusive o crédito), cuja liquidação está direta ou indiretamente dependente do sucesso do empreendimento*. Portanto, mesmo que o valor mobiliário represente um crédito, este decorre do investimento na sociedade anônima, e não daquelas causas que dão origem a um título de crédito, quais sejam, compra e venda, prestação de serviço ou crédito propriamente dito.¹³⁰

Enfim, apesar dos dissidentes, *a doutrina que concebe os valores mobiliários como um instituto jurídico distinto dos títulos de crédito parece ser a melhor fundamentada*, tendo em vista todos estes pontos de divergência que permitem discernir a fronteira entre as duas categorias jurídicas. Deste modo, resta que o regime jurídico cambiário, típico dos títulos de crédito, não se aplica aos valores mobiliários.

¹²⁸ Id., p. 18.

¹²⁹ “Os valores mobiliários são instrumentos que significam muito mais do que uma simples equação creditícia. O adquirente de um valor mobiliário é considerado um investidor, não um mero credor da companhia”. BERTOLDI, M. M. *Curso avançado de direito comercial, volume 1...*, p. 276.

¹³⁰ BERTOLDI e RIBEIRO, op. cit., p. 38.

4 O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

4.1 ASPECTOS DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Embora a questão do relacionamento entre títulos de crédito e valores mobiliários não tenha sido resolvida definitivamente, este fato não impediu o desenvolvimento do conceito de valor mobiliário, vez que esta pendência teórica não traz prejuízo para os efeitos visados pelo legislador no âmbito do mercado de capitais brasileiro. “A noção de valor mobiliário foi sendo objeto de construção legal, nos diversos sistemas legislativos, visando a enquadrar tais títulos à técnica de negociação em massa, dada sua fungibilidade, independentemente de constituírem ou não títulos de crédito”.¹³¹

Disto resultam os *dois aspectos do conceito de valor mobiliário apontados pela doutrina: o aspecto finalístico e o instrumental*.¹³²

Por um lado, o conceito legal de valor mobiliário busca atender à finalidade específica que estes títulos exercem no mercado, qual seja, *instrumentalizar investimentos de risco com o objetivo de captar recursos para as empresas*. Para tanto, necessário que sejam aptos para a negociação em massa. A função dos valores mobiliários que norteia a elaboração legal de seu conceito seria justamente o que o diferencia do conceito de título de crédito.¹³³

Por outro lado, *em seu aspecto instrumental, o conceito de valor mobiliário consiste no instituto fundamental para delimitar o regime jurídico do mercado de capitais*. Deste modo, “o conceito de valores mobiliários é *instrumental*, ou seja, é enunciado para os efeitos de aplicação da Lei nº 6.385/76 e das normas administrativas editadas pela CVM” (grifo no original).¹³⁴

¹³¹ CARVALHOSA, M. e EIZIRIK, N. L. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 471.

¹³² CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas...*, p. 49-51.

¹³³ EIZIRIK, N. L. *Reforma das S. A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 138-9.

¹³⁴ CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas...*, p. 52-3.

Grosso modo, e atentando para algumas competências reservadas ao Banco Central, pode-se dizer que tudo aquilo que entra em contato com um valor mobiliário está sujeito à regulação pela CVM. O poder de polícia da entidade alcança desde aqueles que emitem valores mobiliários publicamente, quem exerce atividades de *underwriting* e intermediação, todos os prestadores de serviço no âmbito do mercado (auditores, consultores, administradores de carteiras, etc.), submetendo até as instituições que propiciam os lugares para a emissão pública e negociação dos títulos (Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros e o mercado de balcão).¹³⁵

Finalmente, ainda no que tange ao seu aspecto instrumental, merecem nossa atenção as Leis n^{os} 7.913/89, que dispõe sobre a "ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários" e 7.492/86, que insere o "crime de impressão, reprodução ou fabricação de documento representativo de valor mobiliário, sem autorização da sociedade emissora".¹³⁶ A Lei n^o 7.913/89, em seu artigo 1^o, atribui ao Ministério Público legitimidade para adotar "as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado". Ou seja, *o conceito de valor mobiliário irá determinar qual o âmbito de vigência material destas leis*.¹³⁷

4.2 O VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

A lei 4.595/64 não fazia menção à expressão "valores mobiliários" ao tratar da competência dos então criados Banco Central do Brasil e Conselho Monetário Nacional, limitando-se a utilizar a expressão "mercado de capitais". A expressão "valor mobiliário" iniciou sua trajetória no direito brasileiro, de fato, no ano seguinte, com a Lei 4.728/65.

Não obstante a Lei do Mercado de Capitais tenha usado abundantemente a expressão "valores mobiliários", o legislador não se ocupou de conceituá-los. Todavia,

¹³⁵ EIZIRIK, *Reforma das S. A...*, p. 142-3.

¹³⁶ Cf. acerca deste assunto ROSAS, *op. cit.*, p. 75-7.

¹³⁷ EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 150.

relata Mattos Filho que a negligência da referida lei não gerou transtornos, eis que o mercado ainda era incipiente e o volume de negociações baixo. Nos anos seguintes, o desenvolvimento do mercado levou à necessidade de se alterar a legislação das sociedades por ações e criar um órgão específico para a regulação do mercado de capitais.¹³⁸

A Lei 6.385/76 não podia repetir o silêncio da Lei 4.728/65, sob pena de restar indefinida a competência da Comissão de Valores Mobiliários. Todavia, o legislador nacional estava ciente das dificuldades que outros países estavam tendo para conceituar os valores mobiliários, e preferiu adotar uma via alternativa mas engenhosa, baseando-se na experiência européia: *exemplificou em lista aberta quais os valores mobiliários submetidos ao regime daquela lei, e, utilizando da técnica legislativa da norma em branco, assegurou ao CMN a possibilidade de ampliá-la.*¹³⁹

Além da dificuldade em formular um conceito de valor mobiliário, Mattos Filho alega outro motivo para a opção do legislador em arrolar os valores mobiliários ao invés de conceituá-los. Segundo a análise do autor, motivos políticos levaram a tanto, tendo em vista que o Banco Central se opunha à criação da CVM.¹⁴⁰

A solução encontrada pelo legislador para resolver o impasse foi listar os valores mobiliários sujeitos à CVM, restando ao BACEN a competência residual. Deste modo, a redação do artigo 2º da Lei 6.385/76 deixava a entender que a competência da CVM se restringia àqueles valores mobiliários ali arrolados, enquanto que os demais valores mobiliários ofertados em mercado se sujeitariam à competência do BACEN.¹⁴¹

Visando evitar que o elenco legal de valores mobiliários engessasse a competência da CVM, o legislador delegou ao Conselho Monetário Nacional a competência para inserir na competência da autarquia outros títulos a seu critério.

Percebe-se que o caminho eleito pelo legislador, a despeito de engenhoso, somente postergou a verdadeira solução do problema para o futuro, vez que não deixou nenhum

¹³⁸ MATTOS FILHO, op. cit., p. 32 e ss.

¹³⁹ ROCHA, op. cit., p. 73.

¹⁴⁰ MATTOS FILHO, op. cit., 33.

¹⁴¹ Id., p. 32-3.

parâmetro legal para que o CMN determinasse o que seria um valor mobiliário, e a ausência de critérios poderia significar, inclusive, delegação de poderes legislativos para o referido órgão. Entretanto, a polêmica liberdade de ação do CMN não era novidade, eis que a Lei da Reforma Bancária ensejava o mesmo questionamento. Osmar Brina Corrêa Lima nos conta que a incerteza da situação resultou na alegação de inconstitucionalidade da delegação de poderes legislativos ao Conselho, tese que não foi aceita pelo STF.¹⁴²

Cedo ou tarde, o legislador teria que enfrentar a tarefa de conceituar valores mobiliários, e isso ocorreu em 8 de janeiro de 1998, através da Medida Provisória nº 1.637, que foi sucessivamente reeditada até ser convertida na Lei nº 10.198/01. Mais uma vez, o direito brasileiro tomava o americano como modelo, adotando um conceito de valor mobiliário semelhante ao conceito de *security* e determinando a competência da CVM para sua regulação. O artigo 1º da Lei nº 10.198/01 assim dispõe:

Constituem valores mobiliários, sujeitos a regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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 respeito dos motivos que levaram o legislador a promover esta reforma, relata a doutrina que ao editar a Lei nº 10.198/01, o objetivo foi regular os contratos realizados com derivativos, e, especialmente, os chamados de “contratos de boi gordo”. A própria CVM vinha defendendo a necessidade de regulamentação dos contratos de investimento lastreados em produtos agropecuários,¹⁴³ o que exigia uma ampliação do conceito de valor mobiliário e, conseqüentemente, da competência da autarquia .

Finalmente, a última das mudanças ocorridas no conceito de valor mobiliário do sistema jurídico nacional foi a inclusão expressa dos derivativos, através da Lei nº 10.303/01, ampliando a competência da CVM também para as operações com estes

¹⁴² LIMA, op. cit.

¹⁴³ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 476.

títulos,¹⁴⁴ inclusive no que tange à organização e funcionamento das bolsas de mercadorias e futuros.¹⁴⁵ Chediak esclarece que, antes da reforma, somente se submetiam à CVM aqueles derivativos cujo ativo de origem fosse um valor mobiliário. Os demais derivativos se enquadravam na competência residual do BACEN.¹⁴⁶

Esta expansão ocorrida no conceito de valor mobiliário foi proposta há muito defendida pela doutrina, especialmente por Mattos Filho, inclusive no que se refere ao mercado de derivativos.¹⁴⁷ Esta ampliação aos contratos futuros, opções e outros derivativos, todavia, não escapou às críticas, conforme veremos em momento oportuno.

Como foi visto anteriormente neste trabalho, o legislador nacional adotou a teoria geral dos títulos de crédito italiana (que inclui os valores mobiliários em seu bojo), importou a noção de valores mobiliários da legislação francesa e, com a recente reforma da Lei das sociedades anônimas e do mercado de capitais, assumiu de vez a promiscuidade, trazendo para o ordenamento brasileiro o conceito de *security*. Relevante é, portanto, analisar as origens e a construção da noção de *security* no direito norte-americano, a fim de melhor compreender o seu significado para o direito brasileiro.

4.3 O *SECURITY* NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Nos EUA a noção de *security* existe desde a década de 1930, e a primeira aparição se deve ao *Securities Act*, de 1933. Até 1940, outras quatro leis federais americanas trouxeram definições para o que seria um *security*,¹⁴⁸ mas todas apresentam noções semelhantes, cujas diferenças foram eliminadas pela interpretação dos juízes. Aliás,

¹⁴⁴ Artigo 2º, incisos VII e VIII da Lei nº 6.385/76, após a reforma da Lei nº 10.303/01: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...)VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;”.

¹⁴⁵ Artigo 1º, inciso V da Lei nº 6.385/76, após a reforma da Lei nº 10.303/01: “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;”.

¹⁴⁶ CHEDIK, op. cit, p. 530.

¹⁴⁷ EIZIRIK, *Reforma das S. A....*, p. 140.

¹⁴⁸ São elas o *Securities Exchange Act*, de 1934; o *Public Utility Holding Company Act*, de 1935; o *Investment Company Act*, de 1940; e o *Investment Advisers Act*, de 1940.

observa Luiz Gastão Paes de Barros Leães que a própria construção legal apresentada por estas leis como sendo a definição de *security* é insuficiente para caracterizar de maneira segura e precisa o seu objeto.¹⁴⁹

O conceito trazido pela legislação americana se resume a uma enumeração exemplificativa de títulos e direitos considerados como *securities* (ações, notas, obrigações, debêntures, contratos de investimento, etc.), à qual se agrega uma expressão final vaga e duvidosa: “*any interest or instrument commonly know as a security*”. Esta definição legal é semelhante àquele trazido pela Lei 6.385/76 ao ordenamento jurídico brasileiro, com a diferença que, nesta lista de *securities*, o legislador americano inseriu uma categoria incerta, os chamados *investment contracts*.¹⁵⁰

A carência de uma definição legal do que seria um contrato de investimento gerou incerteza com relação à aplicação da nova legislação e, como é peculiar à tradição norte-americana, os tribunais assumiram a tarefa de construir o seu significado. *A jurisprudência americana acabou por considerar a expressão investment contract o denominador comum aos exemplos de securities citados pelas leis*. Desta forma, descobrir o seu sentido significaria revelar os elementos essenciais do próprio conceito de *security*.¹⁵¹

Nos dez anos que se seguiram ao *Securities Act* vários casos chegaram aos tribunais federais e ao SEC (*Securities and Exchange Commission*) a fim de se verificar se um determinado título ou negócio jurídico se enquadrava na categoria legal de *investment contract*. Nenhum destes litígios, entretanto, alcançou a Suprema Corte americana, até que, em 1943, ao apreciar o caso *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corporation*, a referida corte considerou o que seria, a princípio, uma cessão de contrato

¹⁴⁹ LEÃES, L. G. P. de B. *O conceito de security no Direito norte-americano e o conceito análogo no Direito brasileiro*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol 14, p. 42-3.

¹⁵⁰ CHEDIAK, op. cit., p. 534.

¹⁵¹ Id., p. 42-3.

de arrendamento a terceiro como um *investment contract*¹⁵². Neste caso, o *Justice Jackson* argumentou que

a oferta pública de tais instrumentos de cessão apresentava todas as características inerentes à oferta pública de *securities*. Na legislação específica, o termo em pauta foi definido de molde a permitir a inclusão, por força de nome ou de descrição, de todo e qualquer instrumento cujo traço comum seja negócio de investimento. (...). Todo instrumento pode ser abrangido por uma dessas designações, desde que corresponda à descrição legal. O alcance da lei não se limita apenas ao que é evidente e ao que é conhecido.¹⁵³

Já em 1946, um caso semelhante foi novamente objeto de apreciação da Suprema Corte, o *S.E.C. v. W.J. Howey Company*. Desta vez a decisão da corte foi mais ousada, e o juiz Murphy buscou apresentar um conceito de contrato de investimento, invocando para tanto o seu significado construído em decisões judiciais anteriores ao *Securities Act*, às quais o legislador estaria se referindo quando utilizou a expressão *investment contract*. O caso *Howey* acabou por coligar o próprio conceito de *security* com a expressão *investment contract*, e fixou os critérios para identificá-lo, fórmula que ficou conhecida como *Howey test*, tendo sido largamente utilizada pelos tribunais e agências federais nos anos seguintes.¹⁵⁴ Tendo em vista a assimilação pelo direito brasileiro do conceito de contrato de investimento, assim como o vasto desenvolvimento da jurisprudência e da doutrina norte-americanas, cabe analisar mais detalhadamente o processo de identificação de um *security*.

4.4 O TESTE PARA IDENTIFICAÇÃO DE UM SECURITY

A primeira regra da fórmula apresentada pelo juiz *Howey* para a identificação de um *security* é a prevalência da substância sobre a forma, isto é, a ênfase da realidade econômica subjacente sobre a forma jurídica que reveste o negócio. Considerando este

¹⁵² “Versava a hipótese sobre uma companhia que tomara em arrendamento vários lotes de terra, num total de 3.002 acres, comprometendo-se a realizar pesquisa e perfuração do solo, visando à exploração de petróleo. Para fazer frente às despesas inerentes ao empreendimento, a companhia fez cessões dos respectivos contratos de arrendamento a terceiros”. LEÃES, op. cit., p. 46.

¹⁵³ Id., p. 46-7.

¹⁵⁴ Id., p. 48.

aspecto prévio, um *security* é conceituado como sendo “*a transaction whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party*”.¹⁵⁵ Podemos observar que os termos utilizados são intencionalmente vagos, a fim de oferecer uma definição aberta, que possa caracterizar os investimentos mais diversos.¹⁵⁶

Deste modo, os elementos do *Howey test* caracterizadores de um *security* são: 1. investimento financeiro; 2. empreendimento comum; 3. expectativa de benefícios através dos esforços do captador ou de terceiros.

Com a jurisprudência sendo invocada para resolver novos casos, o teste para identificação de um *security* foi ganhando novos elementos. A Suprema Corte da Califórnia, ao decidir o caso *Silver Hills Country Club v. Sobieski*, em 1965, introduziu um novo elemento, qual seja, o teste de risco. O risco que o dono do capital assume está intimamente ligado a outra característica típica dos *securities*: a passividade do investidor. Este confia na promessa de benefícios feita pelo captador de recursos, que será também o responsável pela administração do empreendimento comum.

O risco do investidor advém da sua confiança na boa gerência do negócio por parte daquele que faz o lançamento dos *securities*, eis que a ingerência daquele no empreendimento é limitada. Nisto consiste a justificativa para a intervenção governamental no mercado de capitais:

Outras formas de investimento têm uma ou mais das características apontadas, mas a colocação de títulos e valores é a única forma na qual o investidor perde de fato o controle sobre o investimento que faz. (...). A ele deve ser confiada toda e qualquer informação relativa aos captadores e administradores dos recursos, e o esquema que será obedecido na condução do negócio comum. (...). Por outro lado, se ele tem voz na decisão e no controle do empreendimento, está, teoricamente, em posição de proteger o seu investimento, sem a necessidade de leis protecionistas.¹⁵⁷

¹⁵⁵ Id., p. 48.

¹⁵⁶ De fato, Barros Leães nos relata diversas situações bizarras que foram reputadas como *securities* pelos tribunais norte-americanos, desde investimentos imobiliários, passando por venda de coelhos até a negociação de lotes de cemitério com intuítos lucrativos. (Id., p. 49-51).

¹⁵⁷ Id., p. 54.

Somente bem municiado de informações é que o investidor é capaz de investir o seu capital consciente dos riscos que está assumindo com relação à capacidade do captador e à solidez do empreendimento. Desta circunstância resulta o princípio fundamental que rege a regulação do mercado de capitais: o *full disclosure*, que pode ser traduzido, grosseiramente, como “total revelação de informações”.

O último elemento a ser considerado para a identificação de um *security* é o caráter público da colocação dos valores. O preâmbulo do *Securities Act* não deixa dúvidas de que a exigência de *full disclosure* somente é aplicada àquelas propostas de investimento que recorram à poupança do público. O raciocínio empregado é de que nas transações isoladas o investidor está (ou poderia estar) suficientemente informado dos riscos que assume, diminuindo o risco de fraude. Nestes casos, bastaria a proteção do direito comum. O desafio é determinar o limite em que uma transação privada torna-se uma emissão pública de valores e, conseqüentemente, passa a ser exigível o seu registro no órgão regulador do mercado de capitais.¹⁵⁸

Neste sentido, a Suprema Corte americana, no caso *S.E.C. v. Ralston Purina Co.* buscou fixar dois critérios que, se não são suficientes para garantir uma caracterização segura, ao menos diminuem a incerteza. O primeiro ponto a ser questionado é se o investidor necessitaria das informações que o registro na SEC lhe garante para tomar uma decisão consciente e cuidadosa. Em segundo lugar, verifica-se se o investidor teria acesso às informações que o registro lhe forneceria.¹⁵⁹

Percebe-se que o conceito de *security*, análogo ao conceito de valor mobiliário no direito brasileiro, foi desenvolvido ao longo do século XX nos EUA quase que exclusivamente em âmbito jurisprudencial e doutrinário, a partir da expressão vaga *investment contract* utilizada pelo legislador. Portanto, tendo como base o teste que os tribunais americanos utilizam para identificar um *security*, podemos inferir o seu conceito: *security* é “todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de

¹⁵⁸ A este propósito, cf. o cap. 5.8 deste trabalho.

¹⁵⁹ Id., p. 57.

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”.¹⁶⁰

4.5 ESPÉCIES DE VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO

Uma análise detalhada de cada uma das espécies de valores mobiliários brasileiros foge ao escopo desta obra; por outro lado, seria descabido deixar de mencionar quais são os valores mobiliários negociados no mercado de capitais nacional num trabalho que se propõe a dissecar o seu conceito. Sendo assim, relacionaremos adiante quais instrumentos foram considerados valores mobiliários pela legislação e regulamentação desde a promulgação da Lei nº 6.385/76 até hoje.

Em sua redação original, a Lei nº 6.385/76 listava como valores mobiliários, nos incisos do artigo 2º, *as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.*

O Decreto-Lei nº 2.286/86, que “*dispõe sobre cobrança de imposto nas operações a termo de bolsas de mercadorias e dá outras providências*”, em seu artigo 3º adiciona ao elenco de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76 os *índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.*

O Conselho Monetário Nacional, através das Resoluções nºs 1.723/90, 1.907/92, 2.405/97 e 2.517/98, usando de sua competência com fundamento no inciso III do artigo 2º da Lei 6.385/76, atribuiu aos seguintes títulos a natureza de valores mobiliários: *notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinadas à oferta pública (chamadas de commercial papers); os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósitos; os certificados representativos de contratos mercantis*

¹⁶⁰ Id., p. 57.

*de compra e venda a termo de energia elétrica; os certificados de recebíveis imobiliários – CRI.*¹⁶¹

O artigo 3º da Lei nº 8.668/93 inseriu no rol de valores mobiliários as *quotas de fundos imobiliários*, e os *certificados de investimentos audiovisuais* foram admitidos à negociação no mercado de capitais pela Lei nº 8.685/93.

Com a nova redação dada pela Lei nº 10.303/01, o artigo 2º da Lei nº 6.385/76 passou a contar com os seguintes valores mobiliários:

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.

O inciso I lista os valores mobiliários de emissão das companhias abertas, já previstos na Lei nº 6.385/76 em sua redação original.

Os incisos II, III e IV trazem determinados direitos sobre valores mobiliários, que podem ser de emissão de companhia aberta ou de instituição financeira (os certificados de depósito de valores mobiliários, por exemplo).¹⁶²

O inciso V considera valores mobiliários as cotas de clube de investimento em *quaisquer ativos*, mesmo que a carteira seja composta por papéis que integrem o mercado monetário e estejam excluídos da competência da CVM, como os títulos da dívida pública

¹⁶¹ CARVALHOSA, e EIZIRIK, op. cit., p. 474.

¹⁶² CARVALHOSA, e EIZIRIK, op. cit., p. 481.

(ver artigo 2º, § único, I da Lei nº 6.385/76). Curiosa é a situação dos fundos de investimento,¹⁶³ eis que também são carteiras administradas de ativos mas recebem tratamento legal diferenciado. Se a carteira do fundo de investimento incluir apenas valores mobiliários, suas cotas de emissão serão valores mobiliários para os efeitos da Lei nº 6.385/76. Todavia, se for composta por títulos da dívida pública, suas cotas não serão valores mobiliários, estando sua negociação submetida ao Banco Central. Se o fundo incluir títulos da dívida pública e valores mobiliários, alerta a doutrina, suas cotas não estarão nem incluídas nem excluídas do artigo 2º em questão, situando-se em uma espécie de “limbo jurídico”, o que poderá causar conflitos de competência entre o Banco Central e a CVM.¹⁶⁴

O inciso VI ratifica em lei a natureza de valor mobiliário das *commercial papers*, que já haviam sido incluídas no rol dos valores mobiliários em norma regulamentar do Conselho Monetário Nacional (Resolução nº 1.723/90).

Os derivativos mencionados nos incisos VII e VIII e os “títulos ou contratos de investimento coletivo”, previstos no inciso IX, merecem análise mais detalhada nos pontos seguintes, pois trazem junto questões importantes para a tarefa de conceituação de um valor mobiliário.

Há por fim os títulos que são excluídos da fiscalização da CVM, mesmo que tenham natureza de valores mobiliários ou aparentemente o sejam. São estes: os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, que integram, em verdade, o mercado monetário¹⁶⁵ (artigo 2º, § único, I da Lei nº 6.385/76 e artigo 1º, § 1º da Lei nº 10.198/01);

¹⁶³ Para uma explanação detalhada a respeito dos fundos de investimento no sistema financeiro brasileiro, cf. DELGADO, J. A. *Reflexões sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimento*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 3, set-dez 1998. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998.

¹⁶⁴ CARVALHOSA, e EIZIRIK, op. cit., p. 482.

¹⁶⁵ Waldírio Bulgarelli manifestou indignação com a exclusão legal dos títulos da dívida pública, além de outros títulos negociados em bolsa: “Previamente, pode-se afirmar desde logo que são inescrutáveis os motivos que levaram o legislador a relacionar apenas os que relacionou, deixando de fora, por exemplo, os títulos estatais (federais, estaduais e municipais), que sempre foram como são, no direito comparado ao menos, títulos de Bolsa, entendida esta expressão como títulos perfeitamente adaptados às negociações bursáteis. Não foi por certo por levar em consideração as exigências da técnica operacional bolsística que ficaram de fora, pois, além de a elas se ajustarem (como títulos de massa, etc.), já a

títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (como os Certificados de Depósito Bancário) ou de aceite de instituição financeira (como as Letras de Câmbio), nos termos do artigo 2º, § único, II da Lei nº 6.385/76 e do artigo 1º, § 1º da Lei nº 10.198/01; as notas promissórias emitidas por instituições financeiras, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e sociedades de arrendamento mercantil (artigo 2º da Resolução nº 1.723/90 do Conselho Monetário Nacional).¹⁶⁶

4.6 OS DERIVATIVOS

De forma geral, no âmbito do mercado brasileiro, os derivativos são as opções, os contratos a termo, os contratos futuros e as *swaps*.¹⁶⁷ Antes da Lei nº 10.303/01, eram considerados valores mobiliários aqueles derivativos que se referiam a títulos que eram valores mobiliários (por exemplo, as opções de compra de ações), e sua regulação era realizada pela CVM, pois seriam uma “extensão natural” do mercado de valores mobiliários. Os demais derivativos – que transcendem o mercado de valores mobiliários por não serem passivos de negociação em mercado secundário (os *swaps*) ou por não se

Resolução 39/66 do BC, admitia que se fizessem as negociações (em caráter excepcional é verdade – e somente por meio de leilões – de outros papéis que tradicionalmente refogem às operações bolsísticas, como, por exemplo, dos títulos patrimoniais de clubes esportivos, recreativos, etc., art. 62)”. BULGARELLI, *Os valores mobiliários brasileiros...*, p. 106. Ora, o fato de tais títulos serem negociados excepcionalmente no mercado de capitais não constitui motivo suficiente para caracterizá-los como valores mobiliários. Além de serem papéis de renda fixa, outro motivo concorre para que os títulos da dívida não sejam considerados valores mobiliários: seu importante papel na política monetária governamental levada a cabo pelo Banco Central do Brasil, como um dos instrumentos para o controle da liquidez da economia.

¹⁶⁶ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 475.

¹⁶⁷ “O contrato a termo constitui um instrumento mediante o qual as partes se obrigam à compra e venda de determinada quantidade de ativos em determinada data futura, por um preço predeterminado. Os contratos a termo podem ser negociados em bolsa, como é o caso dos contratos a termo negociados na BM&F, ou no mercado de balcão. Já os contratos futuros, embora apresentem características similares, são negociados somente em bolsa, daí decorrendo sua padronização. A bolsa na qual são negociados estabelece cláusulas obrigatórias, padronizadas (...). Já no mercado de opções negocia-se o direito de comprar ou vender determinados títulos; tais direitos são denominados opções, que podem ser de compra ou de venda. (...). O contrato de *swap* constitui instrumento financeiro mediante o qual um tomador de recursos troca o tipo de fundos que pode obter com maior facilidade por outro, do qual realmente necessitam. O *swap* é definido como o contrato mediante o qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula padronizada”. CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 486-7.

originarem de valores mobiliários (contratos futuros de *commodities* ou de câmbio) - restavam sujeitos à competência do Banco Central do Brasil.¹⁶⁸

Nos EUA, existe órgão estatal específico para a regulação do mercado de derivativos, o *Commodity Futures Trading Commission*, mas, no Brasil pós-reforma todo este segmento passou à competência da CVM, inclusive os derivativos “transcendentes”, pois o artigo 2º, inciso VIII define como valores mobiliários “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”. Deste modo, cabe à CVM também a fiscalização das Bolsas de Mercadorias e Futuros.

A natureza jurídica dos derivativos é questão complexa e polêmica, pois trata-se de termo originariamente não-jurídico, utilizado na prática negocial e traduzido literalmente do inglês *derivative*. Julian Chediak expõe a dificuldade da questão, ao mencionar que “na categoria de *derivativos* são incluídos títulos (ou contratos) de natureza absolutamente diversa, tanto do ponto de vista jurídico como econômico”.¹⁶⁹

Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik definem de forma genérica os derivativos como sendo “instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento ou ativo financeiro, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opções, etc. Um derivativo constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título, cujo valor ‘deriva’, é resultado do valor de determinado ativo financeiro”.¹⁷⁰

Os derivativos são negociados em mercados futuros, e alguns autores apontam suas origens histórias às feiras medievais na França e Inglaterra do século XII¹⁷¹. Outros atribuem a origem à era do *shogunato* no Japão do século XVIII, quando teria surgido a primeira Bolsa de Gêneros, que negociava arroz a futuro.¹⁷² Todavia, certo é que os mercados futuros de mercadorias nasceram das necessidades concretas dos agricultores de reduzirem os riscos de sua atividade em função das oscilações dos preços nos períodos de abundância (colheitas) e escassez (entressafas, secas, etc). A partir do início da década de

¹⁶⁸ CHEDIK, op. cit., p. 530-1.

¹⁶⁹ Id., p. 536.

¹⁷⁰ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 482.

¹⁷¹ WALD, op. cit., p. 14.

¹⁷² EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 218.

1970, além das mercadorias (*commodities*), passaram a ser negociados nas bolsas de negócios a futuro ativos financeiros, como títulos hipotecários, certificados de depósito e índices do mercado acionário.¹⁷³

Apesar da diversidade de objetos negociados, a função econômica dos mercados permanece a mesma: proporcionar um mecanismo de transferência de riscos (*hedging*), da qual participam aqueles que desejam transferir o risco (*hedgers*) e aqueles que aceitam assumi-lo (investidores ou especuladores). O *hedger* possui determinado produto ou ativo financeiro e pretende vender no futuro ou então pretende comprar um ativo ou produto no futuro, e deseja proteger-se da variação dos preços até o momento da liquidação. De fato, alguns definem o negócio jurídico de *hedging* como um “seguro de preços”. “A função econômica do *hedging* perfaz-se mediante a justaposição de contratos nos quais o *hedger* assume posições contrapostas, de vendedor e de comprador, de forma a compensar os respectivos riscos de variação de preços”.¹⁷⁴ O especulador assume o risco da variação, mediante remuneração determinada, e geralmente não possui interesse direto no ativo ou mercadoria objeto de negociação.

Dadas as características do negócio, a atividade de *hedge* só é possível nas bolsas:

O *hedge* nos mercados futuros só é possível quando o investidor, a qualquer tempo, tem condições de ‘vender’ sua posição contratual. O negócio jurídico de *hedge*, como efeito, pressupõe a possibilidade permanente de reversão de posições, ou seja, a necessária *liquidez*, que é provida pelas Bolsas. Na realidade, não existe contrato de *hedge* fora de Bolsa, pois não haveria a liquidez necessária que assegura a possibilidade de reversão de posições, o chamado *way out*.¹⁷⁵

Vale dizer, inclusive, que no direito norte-americano as operações a futuro somente são permitidas em Bolsas de Mercadorias e Futuros, sendo vedada sua negociação privada.¹⁷⁶

¹⁷³ WALD, op. cit., p. 14.

¹⁷⁴ Neste sentido, Eizirik considera que o *hedging*, mesmo desempenhando função econômica semelhante à do seguro, com ele não se confunde, em função da natureza diversa da álea e do fato de contrato de seguro ser dirigido e de adesão. EIZIRIK, N. L. *Negócio jurídico de “hedging”*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n° 90, abr-jun. de 1993. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1993, p. 14 e ss.

¹⁷⁵ Id., p. 220.

¹⁷⁶ Id., p. 220.

A analogia com os valores mobiliários nasce neste ponto, na emissão pública e negociação em mercado dos derivativos. Neste sentido, Julian Chediak conclui que foi acertada a decisão do legislador em trazer a regulação dos derivativos para o âmbito do mercado de valores mobiliários e para a competência da CVM, sob o argumento de que, *do ponto de vista jurídico, as operações realizadas no mercado de derivativos se assemelham àquelas realizadas no mercado de capitais.* Conforme já abordado neste trabalho, o que diferencia as negociações em mercado de valores mobiliários daquelas do mercado de crédito é a existência ou não de uma intermediação efetiva de uma instituição especializada. A intermediação no mercado de valores mobiliários é meramente aproximativa, e deste modo é a atuação das instituições que operam no mercado de derivativos.¹⁷⁷

Todavia, o mesmo autor entende que *a definição dos derivativos é ampla e carente de precisão, o que a torna de difícil utilização em âmbito jurídico.* Daí que a inserção dos derivativos na categoria dos valores mobiliários acabou por gerar confusão no próprio conceito de valor mobiliário.¹⁷⁸

Ademais, surge o problema da adequação do conjunto de normas legais e regulamentares aplicáveis aos valores mobiliários. Segundo Chediak, várias destas regras existentes se mostrarão inadequadas ou incompatíveis com o regime dos derivativos. Sendo assim, em sua ótica, a melhor saída, tendo em vista os objetivos do legislador, teria sido submeter o mercado de derivativos à regulação da CVM, mas não tornar os derivativos valores mobiliários:

Uma coisa é inserir as operações com derivativos no âmbito do mercado de valores mobiliários e, por consequência, submetê-las à fiscalização da CVM. Outra coisa é tratar os derivativos como valores mobiliários. Talvez tivesse sido melhor simplesmente estender a competência da CVM para regular a emissão e negociação pública de títulos e contratos negociados no âmbito das bolsas de mercadorias e assemelhados, além da emissão e negociação pública com valores mobiliários. Com isso se atingiria o objetivo de trazer a negociação de todos os derivativos para a regulação da CVM, mas não se criaria

¹⁷⁷ CHEDIK, op. cit., p. 533

¹⁷⁸ Id., p. 536.

imprecisão para o conceito de valor mobiliário e não haveria necessidade de trazer para o texto de lei terminologia absolutamente imprecisa.¹⁷⁹

Questão semelhante surgiu, aliás, no direito português, onde os derivativos recebem a denominação de “derivados”. O preâmbulo do Decreto-Lei nº 486/99 (Código dos Valores Mobiliários) dispõe, no nº 7, que “o Código aplica-se também aos instrumentos financeiros, em particular aos instrumentos financeiros derivados”, salvo naqueles títulos expressamente excluídos.

Ao se debruçar sobre o tema, José de Oliveira Ascensão manifestou-se no sentido dos derivados não serem valores mobiliários, pelas seguintes características que decorrem da natureza contratual daqueles: 1. ainda que padronizados, não representam direitos preexistentes; 2. não têm emissão; 3. não atribuem especial legitimação ao seu titular e 4. não circulam, isto é, não há *negociação* em bolsa propriamente dita (em verdade, são *concluídos* em bolsa). Por fim, o autor conclui que:

Mesmo que nos limitemos aos derivados que podem ser negociados em bolsa, não os podemos considerar valores mobiliários sem retirar a esta noção toda a substância. (...). Para serem considerados valores mobiliários teria de ser dada destes uma noção rigorosamente formal, que não teria interesse nenhum: por exemplo, valor mobiliário como tudo o que fosse objecto possível de negociação em bolsa.¹⁸⁰

Enfim, a doutrina portuguesa entende que os derivados não são valores mobiliários, mas são equiparados a eles para determinados efeitos.¹⁸¹ Seguir o exemplo português, talvez, teria sido uma opção interessante para o legislador nacional, pois teria evitado a confusão na sistemática do conceito de valor mobiliário.

¹⁷⁹ Id., p. 536-7.

¹⁸⁰ ASCENSÃO, op. cit., p. 47.

¹⁸¹ CASTRO, op. cit., p. 56.

5 ELEMENTOS DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

5.1 O ALCANCE DO CONCEITO

O artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76 determina que são valores mobiliários, “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”.

Conforme já abordado, a reforma do mercado de capitais teve evidente influência do direito norte-americano. De fato, a sistemática brasileira restou igual à americana: uma lista de valores mais uma fórmula vaga, que busca sintetizar os elementos que compõem o próprio conceito de valor mobiliário; com a ressalva que nos EUA a construção do sentido desta fórmula decorreu de um esforço quase exclusivo da jurisprudência, pois a expressão trazida pela lei americana fora econômica até nas palavras.

O legislador brasileiro, amparado na experiência americana, já não operava em terreno virgem, e teve segurança suficiente para inserir no texto da lei uma expressão não tão vaga, contendo os elementos necessários para caracterizar um valor mobiliário.

Com efeito, a tarefa do legislador não é fácil, porque procura atender a interesses diametralmente opostos. Por um lado, tendo em vista a exigência da segurança jurídica, *o conceito deve ser nítido e claro a fim de proporcionar aos destinatários da lei a certeza do seu significado; por outro, deve ser genérico e flexível o bastante para prever hipóteses futuras que eventualmente venham a constituir substancialmente um valor mobiliário.*¹⁸² Este último interesse é especialmente relevante numa área tão dinâmica e mutável quanto o direito comercial, marcada pela criatividade dos empresários.

Esta foi a intenção clara do legislador ao inserir um conceito genérico e estipulativo de valor mobiliário na Lei nº 6.385/76, que teve como efeito colateral a

¹⁸² MATTOS FILHO, op. cit., p. 40-1.

extinção do poder político do CMN de ditar quais títulos seriam valores mobiliários. O conceito passa a ser, agora, o resultado da construção doutrinária sobre o tema e da aplicação desta nova definição aos casos concretos pelo Poder Judiciário.¹⁸³

Resta-nos, agora, examinar os elementos que compõem este conceito a fim de vislumbrar o seu significado, que pode levar a enquadrar como valores mobiliários outras realidades que o futuro reserva. A este respeito, já dizia Luiz Gastão de Barros Leães que “o alcance da lei não se limita apenas ao que é evidente e ao que é conhecido”.¹⁸⁴

5.2 TÍTULOS OU CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

A primeira característica presente no valor mobiliário é que este nasce de um investimento, peculiaridade essa que já foi invocada, inclusive, para diferenciar os títulos de crédito dos valores mobiliários. Do investimento decorrem diversos direitos, que podem significar muito mais do que um crédito para o titular do valor mobiliário.¹⁸⁵

A referência do legislador tanto a títulos quanto a contratos de investimento já expõe a sua intenção de abranger quaisquer hipóteses futuras, e afasta a possibilidade, ao menos no direito brasileiro, de excluir os derivativos do rol dos valores mobiliários em função de sua natureza contratual.¹⁸⁶

O investimento constitui, normalmente, uma entrega de valor em dinheiro. Todavia, não há ressalva na lei quanto a contribuições não pecuniárias, o que nos leva a concluir que é possível caracterizar-se o investimento com o emprego de recursos que não o dinheiro. Inevitável, entretanto, que seja *bem suscetível de avaliação pecuniária*, caso contrário seria impossível determinar a proporção da participação do investidor no empreendimento.

¹⁸³ ROCHA, op. cit., p. 75-76.

¹⁸⁴ LEÃES, op. cit., p. 46.

¹⁸⁵ BERTOLDI, op. cit., p. 276.

¹⁸⁶ Sobre o tema, ver o ponto 4.6 deste trabalho.

Ary Oswaldo Mattos Filho traz como exemplo situação na qual o investidor entrega trabalho em troca do recebimento de um valor mobiliário, como ocorre em certas negociações salariais. Outra possibilidade é o investimento realizado sem nenhuma aplicação monetária à vista, nos casos de investimentos feitos a crédito.¹⁸⁷

São três os tipos de investimento: *associativo*, a título de *empréstimo* ou *especulativo*. O investimento associativo é aquele que gera participação societária ou empreendimento comum, e o lucro do investidor resulta do excesso de receita sobre as despesas e as provisões que eventualmente sejam exigidas por lei. A regra geral é que os investimentos associativos venham acompanhados de direito de participação em sistemas de deliberação coletiva. Os investimentos feitos a título de empréstimo, geralmente pela aquisição dos chamados “títulos de dívidas corporativas”, não exigem a ocorrência do lucro contábil para a remuneração do investimento, a não ser em caso de falência ou insolvência do empreendimento. Por fim, os investimentos meramente especulativos são realizados com base numa expectativa de futura variação nos preços de algum ativo (ações, índices, mercadorias, moedas, etc.), sem um necessário interesse direto do investidor no mesmo. É o tipo que ocorre nos mercados derivativos, conforme já abordado anteriormente.¹⁸⁸

O investimento é “coletivo” na medida em que há uma solicitação pública de recursos da parte do emissor dos valores mobiliários, ficando afastadas dessa caracterização aquelas operações meramente individuais ou privadas. Peculiaridade sempre apontada pela doutrina nos valores mobiliários é a sua disseminação para um público grande de investidores, sendo que *os recursos de cada investidor individualmente considerado não seriam suficientes para a viabilização do negócio*. De fato, vislumbra-se o valor mobiliário a partir do momento em que um coletivo de investidores reúne seus recursos em um empreendimento comum.

¹⁸⁷ MATTOS FILHO, op. cit., p. 30.

¹⁸⁸ Id., p. 49-50.

5.3 EMPREENDIMENTO COMUM

O empreendimento é comum porque ambos os pólos da relação interligada pelo valor mobiliário têm interesse econômico em seu sucesso: o investidor e o gestor.

Contrariando grande parte da doutrina, que vincula o valor mobiliário à emissão por sociedades anônimas, Mattos Filho defende que o emissor do valor mobiliário não há que ser, necessariamente, uma pessoa jurídica.¹⁸⁹ Assim é no direito americano, onde a concepção abrangente de *security* inclui não só os títulos emitidos por sociedades anônimas, mas quaisquer contratos de investimento que se enquadrem na construção jurisprudencial, mesmo que emitidos por pessoas físicas.

Na ótica do mencionado autor, o valor mobiliário seria o elo jurídico que liga o investidor, em um extremo da relação, ao gestor do empreendimento, no extremo oposto, sendo indiferente que este último seja pessoa jurídica ou pessoa física; “o que é relevante é a existência de interesse comum no sucesso do empreendimento. Assim, o fundamento da comunhão é a existência de interesse econômico interligado juridicamente”.¹⁹⁰

Este ponto nos leva à seguinte indagação: *todo título ou contrato de investimento, para ser considerado valor mobiliário pelo direito brasileiro, há que ser emitido por sociedade anônima?* A resposta seria, a princípio, não. Inexiste referência expressa no sentido de que a emissão de um valor mobiliário deve se dar necessariamente por sociedade anônima. Em outras palavras, a emissão por companhia não é requisito legal *direto* para que se configure um título ou um contrato como valor mobiliário.

O próprio motivo que ensejou o legislador nacional a editar a Medida Provisória 1.637/98 foi regular um empreendimento comum, os chamados “contratos de boi gordo”, que não eram emitidos por sociedades anônimas. Tais contratos são uma espécie de parceria agrícola, figura prevista no Código Civil nos artigos 1.410 a 1.423, com algumas peculiaridades pactuadas com base no princípio da liberdade contratual.¹⁹¹

¹⁸⁹ Id., p. 30.

¹⁹⁰ Id., p. 30.

¹⁹¹ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 476.

Outros empreendimentos comuns que utilizam a captação de poupança popular também foram apontados como objeto de fiscalização da CVM por caracterizarem valores mobiliários. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, citado por Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 477), considera que o lançamento público de um edifício de *flats*, dos quais a grande maioria é destinada para a locação centralizada em uma única administração, pode ser considerado investimento coletivo em empreendimento comum.¹⁹²

A este respeito, manifestaram-se Eizirik e Carvalhosa:

O alargamento do conceito de “valores mobiliários”, por meio da figura abrangente de “contrato de investimento coletivo” (...) levou à criação do conceito de “emissores de valores mobiliários”, em substituição à designação de “companhias abertas, até então as únicas sujeitas à disciplina da Lei nº 6.385/76. Isto se deu pelo fato de passarem a ser disciplinadas e fiscalizadas pela CVM a emissão e a distribuição pública de *todos* os valores mobiliários, independente da forma jurídica de que se revestem os emissores.¹⁹³

Ocorre que a emissão por sociedade anônima constitui, isto sim, *requisito para a sua negociação em mercado*, conforme se desprende do artigo 4º, § 1º da Lei 6.404/76:

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

A redação deste artigo deixa a entender que o valor mobiliário preexiste à negociação em mercado, pois o fato de ter sido emitido por sociedade anônima não registrada na CVM não impede que seja caracterizado como tal.¹⁹⁴ A resposta, todavia, não é tão simples.

O artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76 dispõe que são valores mobiliários os títulos ou contratos de investimento coletivo “quando ofertados publicamente”. Ora, nos

¹⁹² VERÇOSA, H. M. D. *A CVM e os contratos de investimento coletivo* (“boi gordo” e outros). In: *Revista de Direito Mercantil*, v. 108, p. 100.

¹⁹³ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 466.

¹⁹⁴ Assim é no direito português, no qual um título, mesmo que não negociável, como por exemplo uma ação sujeita a uma cláusula de intransmissibilidade, é considerado valor mobiliário. Conferir, neste sentido, ASCENSÃO, op. cit., p. 60.

termos do § 3º, I, do mesmo artigo, *somente podem ofertar publicamente valores mobiliários as sociedades anônimas:*

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

E, de fato, a CVM passou a exigir, através da Instrução 270/98, artigo 1º, que *todos os emissores de títulos ou contratos de investimento coletivo se constituam sob a forma de sociedades anônimas:*

Art. 1º Somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima.

Portanto, ainda que não seja requisito direto do valor mobiliário no direito brasileiro, atualmente todos os valores mobiliários são emitidos por sociedades anônimas, pois para atender ao requisito da oferta pública sua emissão deve ser realizada por esta modalidade de pessoa jurídica, conforme a mencionada exigência regulamentar.

5.4 EXPECTATIVA DE BENEFÍCIO ECONÔMICO

O investimento é realizado tendo em vista uma *motivação econômica*, qual seja, a expectativa de um benefício (lucro). Daí a Lei 6.385/76 definir que são valores mobiliários aqueles títulos ou contratos de investimento coletivo “que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração”. Tal característica é o que distingue o investimento em um valor mobiliário da aquisição de bem para mero consumo.

O fato do benefício econômico ser mera *expectativa* decorre de outro elemento do valor mobiliário, que é o risco. Dada a existência deste último, a ausência do benefício econômico não descaracteriza o valor mobiliário, pois não consiste em mais do que uma esperança do investidor. Mattos Filho esclarece o sentido da palavra “lucro” para caracterizar um valor mobiliário:

Assim, temos que o lucro pode manifestar-se pela percepção de dinheiro, bens de consumo, outros valores mobiliários que representem o acréscimo patrimonial eventualmente havido, bem como o lucro que se manifesta não fisicamente, mas pelo uso ou fruição oriundo de direito previamente contratado e resultante de investimento de risco feito. Neste contexto, lucro deve ser entendido como benefício econômico oriundo de um contrato de investimento de risco, sendo irrelevante seja ele distribuído ou não, fixo ou variável.¹⁹⁵

Deste modo, a *pluralidade de meios pelos quais é possível se obter a vantagem econômica esperada com o investimento foi recepcionada pela Lei*, que determina que os lucros podem ser auferidos por meio de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços.

5.5 CARACTERIZAÇÃO DO EMPREENDIMENTO

A Lei 6.83/76 faz referência a quaisquer “títulos ou contratos de investimento” que cumpram aqueles requisitos listados, sem mencionar especificamente a forma jurídica na qual se revestem. Isto significa que, para a caracterização de um valor mobiliário, não é relevante a denominação, mas sim a substância do negócio jurídico e o seu fundamento econômico.

Esta é a tradução exata, no direito brasileiro, do princípio estabelecido pelo juiz Murphy no *leading case S.E.C v. W.J. Howey Company*, segundo o qual, para se caracterizar um *security*, importa a realidade econômica subjacente ao negócio jurídico em tela. Mattos Filho ilustra esta prevalência do substrato econômico sobre a forma nos seguintes termos:

Não é porque o empreendedor afirme que está oferecendo ações, que, automaticamente, o papel será considerado como valor mobiliário. Da mesma sorte, qualquer que seja a denominação que se dê, deverá ser considerado como valor mobiliário se preenchidas as condições intrínsecas do título. Tão importante como determinar como se vende, é termos claro o que se vende.¹⁹⁶

¹⁹⁵ MATTOS FILHO, op. cit., p. 43-4.

¹⁹⁶ Id., p. 44.

E, arrematando a questão, o mesmo autor exemplifica como a realidade econômica diversa produz efeito distinto no âmbito dos valores mobiliários, a despeito da forma jurídica semelhante:

Seria somente a forma suficiente para circunscrever todo o aparato estatal de proteção ao investidor? Creio que não. Aqui ter-se-á que utilizar outro elemento, qual seja quem está produzindo a mais valia. Se ambos compram um imóvel para especular mas um deles confia na valorização natural do mercado, não há que se falar em valor mobiliário. Entretanto, se o outro adquirente confia no trabalho de terceiro para que a mais valia se produza, então um dos elementos caracterizadores do valor mobiliário surge.¹⁹⁷

5.6 O RISCO

Atributo intrínseco do investimento em valor mobiliário é o risco, da qual decorre a eventualidade do benefício econômico. A possibilidade de perda parcial ou total do montante investido é assumida pelo investidor, enquanto a gerência do risco permanece nas mãos de terceiro.

Mattos Filho diferencia o risco comercial do risco de investimento. “O risco do investimento em valor mobiliário, diferentemente da incerteza comercial, decorre do mesmo se originar de um contrato no qual o investidor assuma risco de financiador”.¹⁹⁸ O risco comercial, por sua vez, não decorre de investimento, mas de aquisição para consumo ou transformação e revenda. A diferença é tênue e mais complexa do que se apresenta à primeira vista.

A começar do fato que o autor exemplifica o risco comercial da seguinte maneira: “na medida em que todo e qualquer ato ou fato detenha um risco potencial, temos que, não faz parte do mundo dos valores mobiliários o risco comercial, oriundo, por exemplo, do não pagamento de uma duplicata, da emissão de cheque sem suficientes provisões, do não pagamento de uma nota promissória emitida para garantir empréstimo bancário, etc”.¹⁹⁹ Ora, os exemplos invocados dão a entender que o risco comercial é

¹⁹⁷ Id., p. 44.

¹⁹⁸ Id., p. 45.

¹⁹⁹ Id., p. 45.

aquele que viola obrigação juridicamente assumida, ao passo que, no risco do investimento, o não pagamento de dividendos não significa necessariamente violação de norma, pois depende que a sociedade anônima obtenha lucro contábil. O dever jurídico de pagamento só nasce, para a companhia, a partir do momento em que ocorre o lucro.

Ocorre que, na realidade atual dos valores mobiliários, as circunstâncias não são tão lineares assim, especialmente com o advento dos chamados títulos de dívidas corporativas (debêntures e *commercial papers*). O que diferencia o risco assumido por um banco ao aceitar uma nota promissória como garantia de empréstimo do risco de um investidor que adquire uma *commercial paper* emitida por uma companhia? O primeiro envolve um título de crédito, este último um valor mobiliário; mas ambos geram, para o emissor do título, um dever jurídico de pagamento, independente da eventualidade do lucro, o que nos levaria a concluir, *a priori*, pela natureza idêntica do risco.

Novamente, há que se atentar para os fatos, isto é, para a realidade econômica subjacente ao negócio. Evidente que a situação do investidor e do banco, na hipótese exposta, são diversas. O uso que o emitente da nota promissória faz do crédito pouco importa ao banco, e aquele pode, inclusive, utilizá-lo para a compra de bens de consumo. O investidor, pelo contrário, aplica seus recursos em um empreendimento comum, e sua utilização está, direta ou indiretamente, ligada à viabilização do negócio:

Assim, a nota promissória dada em garantia pela compra de um bem não será valor mobiliário; porém, se o mesmo título for emitido como forma de capitalização de um investimento, passará a categoria dos valores mobiliários. Disto resulta que, para os títulos de crédito vale a forma jurídica rígida, condição sem a qual dificilmente haverá literalidade e a autonomia. Já para os valores mobiliários vale a realidade econômica que está motivando o ato e a ele é subjacente: e se tal motivação for a busca das poupanças individuais, estaremos adentrando o campo dos valores mobiliários.²⁰⁰

Ainda que não tenham sido dissipadas todas as nuvens que pairavam sobre a distinção entre o risco comercial e o risco do investimento, *a doutrina recepcionou este elemento como um dos integrantes do conceito de valor mobiliário*. Entendem desta forma, por exemplo, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik: “o investidor assume os riscos

²⁰⁰ Id., p. 47.

de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais, ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos”.²⁰¹

5.7 GESTÃO DO EMPREENDIMENTO

O artigo 2º, inciso IX da Lei 6.385/76 nos diz que os rendimentos (isto é, o lucro ou benefício econômico) dos títulos ou contratos de investimento coletivo advêm do esforço do empreendedor (o próprio tomador de capital) ou de terceiros. A gestão do empreendimento por terceiro ou pelo captador de recursos pressupõe a não ingerência do investidor nos rumos do negócio, situação que justifica a intervenção estatal a fim de garantir sua proteção.

Se não está ao alcance do investidor requerer o dinheiro aplicado de volta ou influir diretamente sobre a gestão do empreendimento, resta a ele, ao menos, a garantia de que todas as informações relativas aos tomadores de recursos, administradores e ao negócio em si sejam fornecidas de maneira fidedigna. Daí o complexo de leis que visam o *full disclosure*. Todavia, *a partir do momento em que investidor e administrador identificam-se na mesma pessoa, a regulação estatal perde o sentido:*

A estes a lei não protege, já que a coincidência do ato de investir com o de gestão faz com que os elementos de fornecimento de informações, dever de diligência, etc. desapareçam. Nenhum investidor poderá alegar que foi prejudicado por si próprio, enquanto administrador de seus próprios investimentos, com isso buscando indenização de si próprio.²⁰²

Porém, isto não implica a dependência absoluta do empreendimento à atividade de pessoas que não o investidor; tampouco é suficiente para descaracterizar o valor mobiliário em função do direito de voto presente nas ações.

A definição de *security* no direito norte-americano traz a expressão “*solely from the efforts of the promoter or a third party*”, isto é, exclusivamente dos esforços do

²⁰¹ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 491.

²⁰² MATTOS FILHO, op. cit., p. 46.

próprio tomador de capital ou de um terceiro. A palavra *solely* rendeu polêmica e dividiu opiniões: uma corrente defendia, para identificação do *security*, a passividade total do investidor; enquanto outra permitia uma atuação do investidor. O segundo entendimento acabou prevalecendo nos EUA, permitindo uma participação em grau limitado do investidor no negócio sem descaracterizar o *security*. Para fixar o grau limitado, a jurisprudência americana propôs a *distinção entre gerência direta e gerência indireta*.²⁰³

De modo semelhante podemos interpretar a expressão “cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” presente na legislação nacional. Característica do valor mobiliário é a *ausência de controle do investidor sobre os rumos do empreendimento, em diferentes graus de intensidade*. Embora acionistas detenham capacidade para deliberar em assembléia, não se pode confundir poder de voto com gestão empresarial. Ainda que os acionistas possam remover o administrador, a aplicação de capital dos investidores continua sendo competência da administração. Neste ponto, torna-se visível a distinção entre gerência direta e indireta feita pela jurisprudência americana. O controle realizado pela assembléia é indireto e posterior, não descaracterizando, portanto, o valor mobiliário.²⁰⁴

5.8 NEGOCIAÇÃO EM MERCADO

Nos termos do artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76, constitui valor mobiliário o título ou contrato de investimento *quando ofertado publicamente*. Disto decorre que a *negociação pública é o marco cronológico a partir do qual um título ou contrato torna-se valor mobiliário*. Há que se fazer, todavia, uma distinção entre a emissão pública a negociação em mercado, pois aquela serve para sujeitar emissão dos títulos ou contratos a registro e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, enquanto a última consiste verdadeiramente em elemento do valor mobiliário.

²⁰³ LEÃES, op. cit., p. 55-6.

²⁰⁴ MATTOS FILHO, op. cit., p. 45-6.

Vejamos, primeiro, qual o significado de *emissão pública*. A terminologia legal a este respeito é confusa, ora denominando “emissão pública”, ora designando “distribuição pública”. Nos termos do artigo 19 da Lei nº 6.385/76:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

(...)

§ 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.

A doutrina observa que a melhor expressão seria “distribuição” ou “oferta pública”, ao invés de “emissão”, eis que *pretende designar a sua colocação em mercado*, e não a própria criação dos títulos ou contratos. Com efeito, todas as expressões utilizadas pela Lei (“emissão”, “distribuição” e “colocação”) têm como significado o mesmo ato: a oferta pública aos investidores.²⁰⁵

Como é de praxe na legislação do mercado de capitais, o legislador pátrio não definiu precisamente a oferta pública no §3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76; apenas forneceu elementos para a sua caracterização, isto é, enumerou exemplificativamente algumas situações que podem configurar a emissão pública de valores mobiliários. Permanece em aberto, portanto, a questão dos limites entre a emissão pública e a emissão privada, fato que não se repete no direito americano, onde existe um conceito razoavelmente preciso do que seja um *placement*.²⁰⁶ Frente a esta situação, resta à doutrina o desenvolvimento da figura da oferta pública no direito brasileiro.

²⁰⁵ EIZIRIK, N. L. *Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 83, jul.-set. 1991. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1991, p. 56.

²⁰⁶ *Id.*, p. 56-7.

Nelson Eizirik salienta que a construção dogmática deste instituto deve buscar atender aos objetivos essenciais da lei, isto é, utilizando-se do método de interpretação teleológico.²⁰⁷ *A finalidade da lei, neste sentido, é clara: proteger os investidores assegurando que lhe sejam disponibilizadas todas as informações necessárias para que realize um investimento criterioso; sem, contudo, inibir as empresas de utilizarem o mercado de valores mobiliários para sua capitalização.*²⁰⁸ Tendo em vista estas finalidades, o conceito de emissão pública se revela instrumental, tal qual o conceito de valor mobiliário.

Uma oferta pode ser considerada pública a partir da concorrência de três elementos: *um de natureza objetiva*, que se refere aos meios empregados para a colocação junto ao público; e *dois elementos subjetivos*, que dizem respeito ao ofertante e ao destinatário da oferta.²⁰⁹

Com relação aos meios, o artigo 19, §3º, I, II e III da Lei nº 6.385/76 os agrupa em três modalidades fundamentais: 1. anúncios publicitários diversos, via TV, rádio, folhetos, prospectos, etc; 2. empregados ou agentes corretores em contato direto com potenciais investidores e 3. negociação em estabelecimento aberto ao público, desde que precedida de divulgação pública da sua realização. Entretanto, alerta a doutrina que esta enumeração é exemplificativa. “Isso significa que quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, *desde que não individualizados os destinatários da oferta*, podem também ser considerados como caracterizadores da emissão pública” (grifo no original).²¹⁰

²⁰⁷ Segundo o autor, a interpretação literal da norma em questão poderia levar a situações caricaturais: “considerar-se a presença de qualquer um dos *meios* elencados exemplificativamente nos incisos I, II e III, do § 3º, do art. 19 da Lei nº 6.385/76, como caracterizadores de uma emissão pública poderia conduzir a absurdos jurídicos. Por exemplo, seria cabível admitir-se como pública uma emissão colocada por meio de uma sociedade corretora cujo único destinatário fosse outra instituição financeira? Ainda que presente, no caso, um dos meios enumerados da norma (a corretora) evidentemente não há como falar-se em emissão pública quando a adquirente dos títulos é uma só pessoa” (*Aspectos modernos...*, p. 14-5).

²⁰⁸ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 35.

²⁰⁹ EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 15.

²¹⁰ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 36.

O ofertante, que consiste num dos elementos subjetivos da emissão pública, geralmente é a própria companhia emissora e também as pessoas físicas (agentes autônomos) ou jurídicas (instituições financeiras, sociedades corretoras ou distribuidoras habilitadas para atuarem como *underwriters*) contratadas para a negociação dos valores mobiliários. Caso a subscrição pública se dê por ocasião da constituição da sociedade anônima, os ofertantes serão os próprios fundadores.²¹¹

O artigo 19, § 2º da Lei nº 6.385/76 equipara à companhia outras pessoas físicas ou jurídicas para fins de se caracterizar a oferta pública, com vistas a evitar fraudes.²¹²

Art. 19 (...)

§ 2º Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

II - o coobrigado nos títulos;

III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I²¹³;

IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

Por fim, o elemento mais significativo para a distinção entre emissão pública e emissão privada diz respeito aos destinatários da oferta. Quatro elementos adicionais referentes aos destinatários são apontados pela doutrina como determinantes para a sua classificação como emissão pública. São eles: 1. proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas; 2. inexistência de vínculos entre os destinatários e a emissora; 3. a qualificação dos investidores e 4. a disponibilidade de informações.²¹⁴

A indeterminação dos destinatários significa que a oferta é feita à generalidade de indivíduos, e qualquer pessoa pode aceitar a proposta. A individualização do investidor se dá apenas no momento em que este aceita realizar o investimento.²¹⁵

A indeterminação cessa caso a oferta se destine a pessoas que mantêm vínculo com a companhia emissora, como na hipótese de subscrição de valores mobiliários em

²¹¹ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 36-7.

²¹² EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 17.

²¹³ “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:”

²¹⁴ CARVALHOSA e EIZIRIK, op. cit., p. 37-8.

²¹⁵ EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 17-8.

decorrência de exercício do direito de preferência. Tendo em vista o inegável vínculo com a emissora, supõe-se que o investidor, na qualidade de acionista, tenha sido informado através de editais, atas e assembléias a respeito das circunstâncias necessárias ao investimento, dispensando o registro. Assim sendo:

Dada a feição nitidamente instrumental do registro de emissão pública, a aplicação das normas não deve criar custos desnecessários para as companhias. Ou seja, não cabe à CVM impor o registro de emissão, com a conseqüente divulgação de informações, quando ficar manifesto que os destinatários da oferta, dada sua situação, simplesmente não necessitam de proteção governamental.²¹⁶

Situação diversa que também pode levar à descaracterização da emissão pública é o *grau de sofisticação dos investidores*. Se os destinatários da oferta dispõem de conhecimento técnico e suficiente poder de barganha frente à tomadora para, por exemplo, negociar as condições financeiras do negócio, também não há necessidade da intervenção estatal. Seria o caso de operações destinadas a investidores institucionais, instituições financeiras e outras entidades especializadas que atuam no mercado de capitais. Este critério foi inaugurado pela jurisprudência norte-americana no caso *S.E.C. v. Ralston Purina Co* para afastar a caracterização de emissão pública: a desnecessidade das informações que o registro garantiria aos investidores, dada a sua capacidade de defenderem-se por conta própria.²¹⁷

No mesmo caso, a Suprema Corte americana fixou um último elemento, qual seja, o *acesso dos investidores às mesmas informações que teriam obtido caso a emissão tivesse sido registrada no órgão regulador responsável*. A correspondência entre informações não há que ser exata, mas substancial; basta que sejam dados suficientes a ponto de assegurar ao investidor uma avaliação completa dos riscos do empreendimento. Presente este requisito, reputa-se inútil a exigência de registro, caracterizando emissão meramente privada.²¹⁸

²¹⁶ Id., p. 18.

²¹⁷ LEAES, op. cit., p. 57.

²¹⁸ Id., p. 57.

Vale dizer que a doutrina menciona a possibilidade de, na prática, ocorrer *conflito de critérios*. Sendo assim, uma emissão que seria considerada pública de acordo com um critério, por outro ser qualificada como privada. Em tais hipóteses, segundo o melhor entendimento, *prevalece a qualificação dos investidores*, afinal, são eles os destinatários da proteção legal.²¹⁹

Por fim, vale esclarecer que nem todo valor mobiliário é emitido publicamente. De fato, todo valor mobiliário é negociado publicamente. Ainda que na generalidade dos casos os valores mobiliários ganhem vida a partir da emissão pública, não seria correto dizer que a emissão privada o descaracteriza, pois a maneira como este é colocado em mercado, a rigor, não importa. *O que interessa é a sua negociação*. Nestas hipóteses de emissão privada em que é afastada a exigência de registro no órgão regulador responsável, se os títulos continuarem sendo objeto de negociação em mercado, serão reputados valores mobiliários. Sendo assim, teria sido mais feliz o legislador brasileiro se, ao invés da expressão “quando ofertados publicamente”, tivesse mencionado “quando negociados publicamente”, evitando, assim, a confusão conceitual.

²¹⁹ EIZIRIK, *Aspectos modernos...*, p. 20.

6 CONCLUSÃO

Diante de todo o exposto, espera-se que o objetivo de delinear a figura dos valores mobiliários no direito brasileiro tenha sido bem sucedida, ao menos parcialmente. Certo é, no entanto, que algumas das questões aqui abordadas ainda encontram-se pendentes, fato que é natural se considerarmos que muitas das dúvidas são resultado de reformas recentes na legislação.

Embora haja critério sólido para distinguir o mercado de crédito do mercado de valores mobiliários (a atuação de intermediação ou aproximação das instituições), percebemos que o limite entre as competências dos órgãos reguladores não seguem rigorosamente as fronteiras entre os segmentos do sistema financeiro, especialmente pela atuação de instituições financeiras múltiplas. A problemática da *divisão de competências entre o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários tampouco pode ser resolvida, simploriamente, com base na conceituação de valor mobiliário*, pois há que se levar em conta as exclusões legais e a situação das cotas de fundos de investimento, quando estas incluírem aplicações em valores mobiliários e títulos da dívida pública. A legislação é omissa neste sentido, e provavelmente a solução depende de uma nova manifestação do legislador.

A propósito da natureza jurídica dos valores mobiliários, vimos que há interpretações que orientam em praticamente todas as direções. O posicionamento que julgamos melhor fundamentado é aquele que concebe valor mobiliário e título de crédito como categorias jurídicas distintas, considerando este último numa acepção restrita, isto é, documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado. Entretanto, assumimos que *a corrente majoritária prefere não atribuir uma natureza jurídica ao valor mobiliário*,²²⁰ no sentido de lhe definir uma essência, um significado intrínseco, sendo independente, portanto constituírem títulos de crédito. Neste entendimento, o conceito jurídico é utilizado para permitir e viabilizar a aplicação de

²²⁰ Esta é a postura, por exemplo, de Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa, Arnaldo Wald, Newton de Lucca e Jean Paul C. Veiga da Rocha.

outras normas jurídicas,²²¹ no caso, todas aquelas que configuram o regime jurídico do mercado de capitais.

Veja-se, por exemplo, o que disse Arnoldo Wald a este respeito: “não se trata de questionar a ‘natureza jurídica’ dos valores mobiliários, indagação atualmente considerada superada face à moderna dogmática, a qual aceita a existência de normas e conceitos instrumentais”.²²² Assim sendo, pode-se dizer que o objeto do conceito jurídico não existe em si mesmo, pois a categoria legal remete à significações – “sua existência abstrata apenas tem validade no mundo jurídico”.²²³ De qualquer modo, mesmo entre aqueles que compartilham desta noção meramente instrumental de valor mobiliário, existe o reconhecimento da importância do seu alcance, pois dele depende a aplicação de normas jurídicas secundárias, ou seja, todas as leis que invocam o conceito.²²⁴

Reconhecida a sua importância, propõe-se o seguinte conceito de valor mobiliário no direito brasileiro: *título ou contrato de investimento coletivo negociado em mercado, do qual podem decorrer direitos de diversas naturezas como contrapartida à aplicação de bem suscetível de avaliação pecuniária em um empreendimento comum que envolve risco e gera expectativa de benefício econômico, administrado pelo próprio emissor ou por terceiro.*

A rigor, a emissão por sociedade anônima não constitui requisito próprio do conceito de valor mobiliário. Como já apreciado, todos os valores mobiliários negociados no Brasil são de emissão de sociedades anônimas *não por um elemento conceitual*, mas em função de uma outorga legislativa à Comissão de Valores Mobiliários, que lhe confere o poder de exigir que os emissores se constituam sob a forma de companhias. De fato, a CVM fez uso deste poder na Instrução 270/98, *mas por razões de conveniência administrativa no exercício de sua política regulatória*, não por consideração ao conceito de valor mobiliário.

²²¹ ROCHA, op. cit., p. 74.

²²² WALD, op. cit., p. 6.

²²³ ROCHA, op. cit., p. 74.

²²⁴ Id., p. 75-6.

Consideramos louvável a atitude do legislador de adotar um modelo semelhante ao americano, no que se refere às competências da CVM e ao conceito amplo de valor mobiliário. Tendo em vista o desempenho crescente do mercado de capitais brasileiro no corrente ano, é possível especular que se trata de resultado das reformas realizadas em 2001, através das Leis nºs 10.198 e 10.303, sem deixar de mencionar a concorrência de outros fatores, como a estabilidade da economia e as políticas públicas de incentivo ao investimento.

Não obstante os progressos, *somos forçados a assumir postura crítica em relação a dois pontos* limitados ao tema do conceito de valor mobiliário: o uso da expressão “quando ofertados publicamente” no artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76 e a inclusão de derivativos como integrantes do conceito de valor mobiliário.

A expressão “quando ofertados publicamente” pode dar a entender que o legislador se refere ao conceito de “emissão pública”, que constitui categoria legal à parte e não integra o conceito de valor mobiliário como elemento ou requisito. A noção de emissão pública tem feição inegavelmente instrumental, e seu efeito é a exigência de registro na CVM. Tanto é instrumental que, desnecessários os mecanismos de proteção ao investidor presentes na lei, afasta-se a exigência. *O valor mobiliário pressupõe negociação em mercado, não emissão pública. Ocorre que, na maioria das vezes, o valor mobiliário é lançado à negociação a partir de uma emissão pública, mas os títulos lançados em emissão privada continuam sendo valores mobiliários, desde que sejam passíveis de negociação pública.*

Ainda em respeito à precisão conceitual, nos filiamos à corrente de Julian Fonseca P. Chediak, que critica a inclusão dos derivativos como valores mobiliários. Se é certo que o mercado de derivativos e a Bolsa de Mercadorias e Futuros estão melhor situados sob o jugo da CVM, igualmente certo é que a noção de derivativo ainda é, para o direito, excessivamente incerta e complexa. O legislador pátrio teria conseguido o mesmo resultado se tivesse tomado o exemplo do legislador português, que aplica a as normas

referentes aos valores mobiliários aos “derivados” somente para alguns efeitos determinados, mas não os considera valores mobiliários.

Finalmente, vale citar as palavras de Mattos Filho ao dizer que o “mundo do valor mobiliário é cambiante”.²²⁵ Com efeito, é fantástica a dinâmica do mercado de valores mobiliários,²²⁶ e a construção de um conceito jurídico que possa atender às necessidades complexas deste segmento sem inibir suas atividades é tarefa difícil, no entanto necessária. Assim como é grande o potencial de benefícios que o mercado de capitais pode proporcionar ao desenvolvimento econômico de um país, também são desastrosas as conseqüências de uma crise generalizada no setor, como já aconteceu nos EUA e, em menores proporções, no Brasil. Em 1929, a Bolsa de Valores de Nova Iorque ostentava índices espetaculares até arrebentar como uma bolha de sabão, causando uma crise que marcou profundamente a história americana. Várias das medidas do *New Deal* foram editadas com o objetivo de regular o mercado de *securities*, visando conferir maior segurança e menos volatilidade. Se o Brasil pretende trilhar o mesmo caminho em direção a um mercado de capitais democrático, seguro e potencializador de desenvolvimento, se mostra imprescindível a elaboração de fundamentos jurídicos sólidos.

²²⁵ MATTOS FILHO, op. cit., 38.

²²⁶ Exemplos desta capacidade de inovação já estão presentes, inclusive, na realidade negocial brasileira. A partir de 03 de outubro de 2005, por exemplo, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo vai extinguir os tradicionais leilões por viva voz, e passará a aceitar somente operações eletrônicas.

REFERÊNCIAS

ASCENSÃO, J. de O. *O actual conceito de valor mobiliário*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

BERTOLDI, M. M. *Curso avançado de direito comercial, volume 1: teoria geral do direito comercial, direito societário*. 2ª edição revista e atualizada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

BERTOLDI, M. M. e RIBEIRO, M. C. P. *Curso Avançado de Direito Comercial, volume 2: títulos de crédito, falência e concordata, contratos mercantis*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

BETING, J. *Essencial ou supérfluo?* Disponível em: <<http://an.uol.com.br/2000/ago/25/0joe.htm>>. Consultado em 16 set. 2005.

BORBA, J. E. T. *Direito Societário*. 8ª edição revista, aumentada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BULGARELLI, W. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 37, jan./mar. de 1980. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985.

_____. *Títulos de Crédito, 9º ed.* São Paulo: Editora Atlas, 1992.

CANTIDIANO, L. L. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*, vol. 1, 4º ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, M. e EIZIRIK, N. L. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, C. O. de. *Valores mobiliários: conceito e espécies*. 2ª edição. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1998.

CAVALCANTI, F. e MISUMI, J. Y.. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

CHEDIAK, J. F. P. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, J. (Coord.) et al. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, F. U. *Curso de direito comercial, volume 1*. 9ª edição, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2005.

_____. *Curso de direito comercial, volume 2*. 8ª edição, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2005.

COMPARATO, F. K. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981.

COSTA, P. J. da. *Anotações às Companhias, vol. I*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1980.

DE LUCCA, N. *A ação da sociedade anônima como objeto de negociação no mercado de valores mobiliários*. In: Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

_____. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979.

_____. *As bolsas de valores e os valores mobiliários*. In: Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol16.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

DELGADO, J. A. *Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 3, set.-dez. 1998. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

DI PIETRO, M. S. Z. *Direito administrativo*. 17ª edição. São Paulo: Atlas, 2004.

DRUCKER, P. F. *A Revolução Invisível: como o socialismo (fundo de pensão) invadiu os Estados Unidos*. Tradução: C. Malferrari. São Paulo: Pioneira, 1977.

EIZIRIK, N. L. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 83, jul.-set. 1991. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1991.

_____. *Negócio jurídico de "hedging"*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 90, abr.-jun. de 1993. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1993.

_____. *Reforma das S. A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

FERREIRA, E. P. *A informação no mercado de valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

FRANÇA, R. L. (Coord.). *Enciclopédia Saraiva do direito*. Verbetes "Valores Mobiliários I" assinado por Waldírio Bulgarelli. São Paulo: Saraiva, 1977.

GARCIA JR, R. *Os fundamentos econômicos para uma teoria da regulação em mercados de capitais em processo de globalização*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/fundamentos.pdf>>. Consultado em 25 jul. 2005.

GONÇALVES NETO, A. de A. *Lições de Direito Societário vol. 2: Sociedade Anônima*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2004.

KANDIR, A. *A Nova CVM e a Modernização da Lei das S.A.* In: LOBO, J. (Coord.) et. al. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LEÃES, L. G. P. de B. *O conceito de security no Direito norte-americano e o conceito análogo no Direito brasileiro*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol 14. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1974.

LEITE, E. de O. *A monografia jurídica*. 5ª edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

LIMA, O. B. C. *O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano*. In: *Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários*. Brasília : CJF, 1999. 141 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 16). <Disponível em: <http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol16.htm>>. Consultado em 20 out 2004.

MACHADO, H. de B. *A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei das Sociedades por Ações*. In: *Simpósio sobre Direito dos valores mobiliários*. Brasília : CJF, 1998. 135 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 15). Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

MATTOS FILHO, A. O. *O conceito de valor mobiliário*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 59, jul./set. de 1985. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985.

MUNIZ, P. *A competência da Comissão de Valores Mobiliários*. In: *Simpósio sobre Direito dos valores mobiliários*. Brasília : CJF, 1998. 135 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 15). Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

OLIVEIRA, F. A. A. de. *Introdução*. In: BERTOLDI, M.M (Coord.) et al. *Reforma da Lei das sociedades anônimas: comentários à Lei 10.303, de 31/10/2001*. 2ª edição revista. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

PARENTE, N. J (Relatora). *Decisão Proferida no Processo Administrativo Sancionador CVM 03/97*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 26, out.-dez. 2004. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2004.

QUEIROZ, J. E. C. *O Conceito de Valor Mobiliário e a Competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central*. In: In: MOSQUERA, R. Q. (Coord.) et. al. *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

REQUIÃO, R. *Curso de Direito Comercial, volume. 2*. 20ª edição. São Paulo: Saraiva, 1995.

ROCHA, J. P. C. V. da. *As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do BACEN e da CVM*. In: MOSQUERA, R. Q. (Coord.) et. al. *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º volume. São Paulo: Dialética, 2000.

ROSAS, R. *Controle Judicial dos Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 3, set-dez 1998. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998.

SALLES, M. P. de A. *Jurisprudência sobre o mercado de valores mobiliários*. . In: *Simpósio sobre Direito dos valores mobiliários*. Brasília : CJF, 1998. 135 p. (Série Cadernos do CEJ; v. 15). Disponível em: <<http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/vol15.htm>>. Consultado em 20 out. 2004.

SANCHES, J. L. S. *O conceito fiscal de valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

VASCONCELOS, P. P. de. *O problema da tipicidade dos valores mobiliários*. In: *Direito dos Valores Mobiliários Vol. III*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

VILLELA FILHO, G. A.. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2003.

WALD, A. *O mercado futuro de índices e os valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 57, jan./mar. de 1985. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985.