
DIREITO

dos Valores Mobiliários

ARY OSWALDO MATTOS FILHO
Professor Sênior da FGV DIREITO SP

VOLUME 1
Dos valores mobiliários
[Tomo 2]

2015

SUMÁRIO

8. DEBÊNTURES	11
8.1 Natureza e realidade	16
8.2 Nascimento e evolução.....	17
8.3 A evolução legislativa	18
8.3.1 A Lei n. 3.150/1882 e seus decretos reguladores	18
8.3.2 O Decreto n. 177-A/1893.....	21
8.3.2.1 Quanto à defesa patrimonial do investidor.....	22
8.3.2.2 Quanto à preferência dos obrigacionistas	22
8.3.2.3 Quanto à emissão	22
8.3.3 O Decreto n. 22.431/1933	23
8.3.4 A Lei n. 4.728/1965.....	25
8.4 Valor mobiliário para subscrição pública.....	26
8.5 Os valores mobiliários de dívida são só aqueles nominados em lei?	27
8.6 A Lei n. 6.404/1976.....	31
8.6.1 Emissão e séries	31
8.6.2 Limites de emissão	35
8.6.3 Escritura de emissão.....	40
8.6.4 Valor nominal	41
8.6.5 Remuneração da debênture	43
8.6.5.1 Juros fixos.....	45
8.6.5.2 Juros variáveis	47
8.6.5.3 Prêmio de reembolso.....	48
8.6.5.4 Repactuação da escritura de emissão	48
8.6.5.5 Participação no lucro da companhia	53
8.6.6 As garantias da emissão	54
8.6.7 Espécies de garantias	55
8.6.7.1 Garantia real	55

O condomínio é um arranjo transitório de vontades visando a um benefício comum aos condôminos, razão pela qual, caso esse objetivo não seja alcançado, determina o Código Civil que “A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão” (artigo 1.320). Mas os parágrafos 1º e 3º do mesmo artigo contemplam a possibilidade de o condomínio ser instituído por prazo determinado, situação na qual não poderá exceder a cinco anos.

Entretanto, tal vácuo legislativo tem sido preenchido pelas normatizações da Comissão de Valores Mobiliários, as quais, por vezes, podem levantar indagações sobre a extensão de sua competência, principalmente quando cotejados com os preceitos de lei constantes de nosso Código Civil. Por tal motivo se torna importante preceder a análise das instruções da CVM de uma discussão da lei, na medida em que esta última, por óbvio, preclui a capacidade normativa em contrário da autarquia, o que será feito mais adiante.

10.2 Os CROWDFUNDINGS

Este é um método razoavelmente novo na busca de capitais de terceiros, com a finalidade de financiar com o dinheiro arrecadado novos empreendimentos, de sorte a permitir que seu fundador possa iniciar a atividade que se propõe. Os recursos arrecadados podem ser aplicados em investimentos que se objetivam sejam lucrativos, mas também podem se destinar ao financiamento de atividades artísticas, políticas ou de benemerência.⁹ Os *crowdfundings* são filhos diretos da

qualidade do solo, uma fazenda de gado ou uma plantação de cereais, sem atender à proporção entre a sua cota e a extensão do terreno, o que, aliás, não se poderia fazer, rigorosamente, senão pela divisão. Mas, não contente com isso, cedia da sua parte ideal fragmentos a outros, que procediam do mesmo modo. Foi para evitar esse mau uso do direito, que emaranhava e complicava uma relação jurídica já de si tão sujeita a questões, que o Código estabeleceu a regra salutar de impedir a interferência de estranhos no condomínio, sem o acordo dos outros consortes”. (BEVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado*. Op. cit., v. 3, p. 141, observação ao art. 633).

9. Podem ser consultados para mais informações sobre os *crowdfundings* as seguintes publicações: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Características do crowdfunding e respostas regulatórias*. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/radar/Documents/201401_radar_anexo02.pdf>. Acesso em: 11 out. 2014, com análise comparativa das regulações alemã, norte-americana, francesa, italiana e inglesa. NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. O *crowdfunding* e a oferta pública de valores. *Revista FMU Direito*. São Paulo, v. 26, n. 37, 2012. RUBINTON, Brian J. *Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking*. *Munich Personal RePEc Archive*, n. 31.649, 17 jun. 2011. Disponível em: <<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/31649>>. Acesso em: 10 dez. 2014. TRAEGER, Heather L.; KASSINGER, Theodore W.; KAUFMAN, Zachary D. *Insights, Democratizing Entrepreneurship: an Overview of Past, Present, and Future of Crowdfunding*. *Bureau of National Affairs*, 04 fev. 2013. Disponível em: <<http://www.bna.com/democratizing-entrepreneurship-an-overview-of-the-past-present-and-future-of-crowdfunding>>. Acesso em: 10 dez. 2014. MOLLICK, Ethan. *The Dynamics of Crowdfunding: an Exploratory Study*. *Journal of Business Venturing*, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2014. E, por fim, a lei norte-americana de 3 de janeiro de 2012, o Jobs Act.

informática, na medida em que as ofertas são todas feitas pelos *websites* hospedados pelos vários portais de comunicação de massa.¹⁰ Aqui só nos interessam os mecanismos destinados a propiciar recursos que impliquem alguma forma de participação em uma aplicação financeira coletiva, a qual é feita com intuito de lucro.

Os mercados em geral vivem da comunicação entre os ofertantes e os demandantes de determinado bem. Esse é o preceito básico que governa os atos de nossas vidas. Assim é que todo o sistema de oferta e demanda de valores mobiliários foi construído em função dos mecanismos de oferta e de negociação, bem como, no mesmo sentido, surgiu todo o sistema de controle, fiscalização e punição criado pelo sistema estatal. Mas, se como regra as transações cotidianas prescindem de regramento maior por parte do Estado, quando se adentra a busca de recursos junto ao público poupador a normatização estatal se torna tão mais rígida quanto maior for o universo de potenciais investidores atingíveis.

As cotas de participação nesta modalidade de investimento comum, se com o objetivo de se auferir lucro, preencherão o conceito de valor mobiliário desde que objeto de uma oferta pública. Ocorrendo essas duas premissas, o lançamento público de cotas de investimento tem que necessariamente ocorrer por meio de instituições exclusivas, formalizadas e necessariamente previstas em lei, como listadas pelo artigo 15 da Lei n. 6.385/1976.¹¹ Essa lista não é exemplificativa, mas taxativa. Mas mesmo o rol das companhias pertencentes ao sistema de distribuição de valores mobiliários, separadas pelo seu objeto social, pode ser ainda mais restringido, inclusive pelo tipo de operação que poderá ser alocada a determinadas companhias do sistema de distribuição e excluída de outras.¹² Ou seja, a emissão

10. “One can loosely categorize crowding into five types, distinguished by what contributors receive in return for their contribution: (1) the donation model; (2) the reward model; (3) the pre-purchase model; (4) the lending model; and (5) the equity model. Some sites encompass more than one model; it is especially common to see the reward and pre-purchase models on a single web site. Other sites rely on only a single model”. Vide BRADFORD, C. Steven. *Crowdfunding and the Federal Securities Law*. *Columbia Business Law Review*, v. 2012, n. 1, 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184>. Acesso em 10 dez. 2014, revisado até 27 fev. 2014, p. 6; p. 10.

11. “O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissões de valores mobiliários: a – como agentes da companhia emissora; b – por conta própria, subscrevendo ou comprando emissão para colocar no mercado; II – as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III – as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas ou no mercado de balcão; IV – as bolsas de valores; V – entidade de mercado de balcão organizado; VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuro; e VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”.

12. O mesmo artigo 15 da Lei n. 6.385/1976 comanda que “§ 1º – Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: I – os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores

do valor mobiliário, como se verá melhor abaixo, depende de autorização prévia da CVM, sendo que a colocação só pode ser feita pelas instituições elencadas no artigo 15, e sua negociação ocorrerá provavelmente no mercado de bolsa ou de balcão. É de se notar que, até o presente momento, a Comissão de Valores Mobiliários não se pronunciou sobre o assunto, muito embora as demandas feitas junto a investidores serão de ofertas de valores mobiliários, mesmo porque a publicização via rede mundial de computadores será facilmente classificável como uma oferta pública, por ser a oferta feita “com a utilização de serviço público de comunicação” (artigo 19, § 3º, inciso III, segunda parte).

Ora, a Internet e os *crowdfundings* subvertem ou têm o condão de ir contra toda a sistemática de controle governamental hoje existente. As eventuais dificuldades, entretanto, não deverão significar que a iniciativa deva ser colocada simplesmente no campo da ilegalidade. Esse é um mecanismo que pode ajudar a consertar as enormes distorções que hoje temos no sistema de capitalização do sistema produtivo, inclusive e principalmente o brasileiro; claro, desde que conte com um aparato regulatório leve e compatível com as ferramentas da informática e a capacidade de fiscalização da normatização eventualmente estabelecida. Na verdade, a capitalização em massa de pequenos empreendimentos, por pequenos investidores, pode significar um mecanismo a mais para a prática de uma economia de mercado, buscando dar um lugar ao sol ao empreendedorismo ainda desassistido entre nós.

Em decorrência do movimento de consolidação do sistema financeiro que se vê, inclusive entre nós, resulta que as corretoras não ligadas aos conglomerados financeiros aguardam, no leito de morte, a hora da partida. Os bancos pequenos e médios encontram cada vez maior dificuldade na obtenção de *funding*. Como consequência, as emissões somente passam a interessar ao sistema de distribuição a partir de um patamar de valor muito elevado, dados os custos de análise, o trabalho de oferta aos investidores institucionais ou a investidores no exterior (*road shows*), de registro junto à CVM, custos para ingresso da negociação nos pregões da bolsa de valores, etc. O que disso resulta é que o médio e o pequeno empreendedor

mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão prestar nesse mercado; II - a especialização de operações ou serviços a ser observado pelas sociedades do mercado, e as condições que poderão acumular, espécies de operações ou serviços. § 2º - Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele. § 3º - Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar o disposto no parágrafo anterior, assegurando a coordenação de serviços entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários.”

não têm acesso aos mecanismos de capitalização de seus empreendimentos via mercado de valores mobiliários.

O atual sistema também afasta do mercado secundário os pequenos investidores, que são estimulados pelos grandes conglomerados financeiros a investirem em outros mecanismos, como os fundos de renda fixa ou variável, que funcionam, inclusive, como porta de saída para os valores mobiliários por eles distribuídos e adquiridos nas ofertas iniciais em que foram subscritores firmes do lançamento. A economia de escala faz com que o sistema de distribuição só se interesse pelas grandes emissões e, de seu lado, os investidores, que hoje são fundamentalmente os institucionais, os fundos de investimento nacionais e estrangeiros, só se interessam em estudar as grandes oportunidades de subscrição. Em resumo, todo o sistema está montado e ajustado para afastar o pequeno e o médio empreendimento, bem como o investidor com reduzido poder de investimento. Mas ambos podem exercer um papel fundamental no surgimento de novas e inovadoras empresas.

Essa lacuna pode ser preenchida por outros mecanismos de mercado, dentre eles o *crowdfunding*, desde que haja uma adequação na legislação. A nova sistemática poderá causar o total repensar da atual estrutura de emissão, colocação e negociação dos valores mobiliários. Isso poderá ocorrer na medida em que a oferta eletrônica prescinde do sistema de distribuição tradicionalmente voltado para os grandes lotes, pois pode servir como ponto eletrônico de encontro entre a oferta e demanda do mercado secundário, substituindo os mecanismos de bolsa ou de balcão organizado ou não, bem como o sistema de liquidação, já que este poderá ocorrer pelo pagamento eletrônico, e, finalmente, prescindindo, da figura do corretor de valores. Assim, como se verá abaixo, o sistema do *crowdfunding* está voltado para as pequenas emissões, com a finalidade de capitalizar os pequenos investimentos detidos pelos pequenos poupadores.

Na verdade, este é mais um mecanismo daqueles que vêm surgindo na enorme transformação, ainda em curso, causada pela disseminação da comunicação eletrônica. Nesse campo se encontram outras experiências, tais como: o *seed money*, em que recursos são ofertados pelos incentivadores de novas ideias, mas este com um pequeno número de investidores; ou as *private equities*, uma modalidade diferenciada também pelo número de investidores dos fundos. Esta última é uma modalidade — a qual usualmente é concretizada por meio de uma oferta privada — que merece ser estudada e acompanhada pelo seu poder de inovação, inclusive por ser um novo mecanismo que tem o potencial de transformação radical do sistema de distribuição de valores mobiliários.

10.2.1 Há investimento no *crowdfunding*?

Como visto acima, a operação de pedir recursos por meio da Internet pode atender a uma enorme série de motivações, algumas sem o menor propósito de produzir retorno financeiro, a par de outras que oferecem participação ou a possibilidade de investimento de risco no empreendimento, o qual, se bem sucedido, poderá pagar determinada quantia a título de “dividendo”. O investimento também pode ser remunerado com o pagamento de um percentual, como um investimento de renda fixa. Há outras modalidades intermediárias de oferta, pelas quais o empreendedor garante, quando do início da produção, o direito de adquirir os produtos oriundos do investimento feito pelos associados com um substancial desconto, como ocorre nas produções musicais e teatrais, o mesmo já tendo ocorrido com shows artísticos ou na produção de obras de arte. Nesta última hipótese, a aplicação de recursos se destina à aquisição de determinado bem, por preço inferior, mas nem sempre adquirindo um bem para uso ou consumo próprio. Se a participação feita se destina à venda posterior do bem produzido, estaremos diante de um contrato de investimento que foi ofertado publicamente? E se o investimento se destinar à aquisição de produtos por preço inferior ao de mercado, os quais são consumidos pelo investidor, seria, nesta segunda hipótese, também um contrato de investimento? Enfim, a capacidade inventiva daquele que busca se financiar é infinita e a capacidade estatal de fiscalizar essa miríade de novos empreendimentos é finita, fazendo com que a lei e a jurisprudência busquem se adequar à inventividade humana. Todas essas indagações propiciam um saudável repensar do papel da CVM, a qual, entre nós, nasceu programada para atender às grandes demandas de capital, não levando em consideração o papel das médias e pequenas empresas enquanto geradoras fundamentais de emprego e inovação tecnológica.

A legislação brasileira de 1976 caracterizou os valores mobiliários pelos seus vários e distintos tipos, tais como a ação, a debênture, etc. A partir da Lei n. 10.303/2001, adotou-se concomitantemente aos tipos então existentes um conceito abrangente e definidor do que seja valor mobiliário. Tal conceito foi buscado no Direito norte-americano, especificamente em *Howey*, como atrás já comentado,¹³ ampliando sobremaneira o campo regulatório da CVM. Dois são, portanto, os requisitos básicos para gerar a capacidade reguladora da Autarquia, a saber, que haja uma oferta pública, e que esta dê o direito de “parceria ou de remuneração [...] cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (artigo 2º, IX).

13. Ver seção 2.2, no primeiro tomo desta obra.

Assim, para nosso ordenamento jurídico, é necessário que ocorra, além da oferta pública, o investimento, o qual significa a expectativa de lucro do investidor. Isso exclui todas as doações, já que inexiste nesses casos a expectativa não só de lucro mas também de retorno do principal, tal como ocorre com a entrega de recursos financeiros para custear atividades de benemerência, políticas, artísticas, educacionais, ou qualquer outra doação da qual não se espera qualquer benefício material.

10.2.2 O *crowdfunding* realiza uma oferta pública?

Separando aqui somente as ofertas que oferecem a possibilidade de lucro, há que se verificar se tal rentabilidade esperada advém de uma oferta pública ou não, para então estarmos diante de um valor mobiliário sujeito ao regramento da CVM. A legislação brasileira fala em “emissão pública” ao invés de “oferta pública”, definindo a *oferta pública* como “a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários” ao mercado ou ao público (artigo 19, § 1º). Já a *emissão pública*, segundo o artigo 19, § 3º, é aquela feita por qualquer das várias ações previstas que caracterizam o acesso ao público investidor. Além disso, a norma legal dá a competência para que a CVM possa “definir outras situações que configurem emissão pública para os fins de registro” (§ 5º, I).

Tal poder, entretanto, não pode significar para a Autarquia a capacidade de caracterizar como emissão pública aquelas situações em que visivelmente inexistente o apelo à poupança popular. O mesmo se dá com a competência que se lhe outorga de dispensar o registro, sempre visando o interesse do público investidor. Em ambas as situações, há que estar muito bem provado o interesse público para caracterizar uma oferta como pública ou dispensar do registro uma outra que efetivamente preencha as características de uma oferta feita ao público. A tarefa, entretanto, está muito longe de ser de fácil conceituação. É aceito que o interesse público nada tem a ver com o interesse do governante em exercício. É de se ter presente que o interesse público facilmente se confunde com aquele episódico, demonstrado pelo grupo de poder do momento.¹⁴ Mas mesmo essa separação não nos conduz a nada, na medida em que alguém ou algum corpo plural terá que determinar os qualificativos e as metodologias para se apurar se estamos ou não diante da tomada de determinada ação caracterizável como sendo de interesse público. Longe de ser uma colocação nefelibata, é este um problema concreto,

14. Seria de todo recomendável que a lei ou seus regulamentos evitassem a utilização de termos em aberto, sujeitos que são a todo tipo de controvérsia, na medida em que se encontram indefinidos pela jurisprudência ou pelo comando legal. Este é o caso, por exemplo, do termo “interesse público”, como se vê na confusão causada pela utilização do termo na Lei das Companhias, objeto da nota abaixo.

como pode se verificar pela inserção da mesma alocação no artigo 238 da Lei das Companhias,¹⁵ fato este muito relevante para a realidade brasileira, na qual as empresas de economia mista exercem um papel extremamente importante junto ao mercado acionário nacional.

Disso resulta que uma oferta feita pela Internet é sem dúvida uma oferta pública; aliás, feita por um meio de comunicação muito mais eficiente do que os previstos em 1976, quando a informática era uma ferramenta para poucos e nem se sonhava com existência e o alcance social da World Wide Web. Essa é uma das situações em que a CVM tem a competência para trazer para seu âmbito de atuação a emissão pública ofertada por meios eletrônicos, com base no parágrafo 5º, inc. I, do artigo 19.

10.2.3 Como é feita a distribuição e a negociação?

Se pública a distribuição, decorre da Lei n. 6.385/1976 que esta só poderá ser feita dentro do sistema de distribuição de valores mobiliários previsto no artigo 15; ou seja, por intermédio de “instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários”. Também fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários as sociedades que comprem tais ativos para revendê-los, os exercentes das atividades de intermediação, os agentes autônomos, as bolsas de valores ou de mercadorias e futuros e as sociedades de custódia ou liquidação de transações com valores mobiliários.

De outro lado, a distribuição de valores mobiliários depende de prévia autorização da CVM, bem como a compra para revenda por conta própria, a intermediação e a realização de compensação entre credores e devedores ou a liquidação de operações com valores mobiliários que sejam ou tenham sido objeto de oferta pública e ainda se encontrem suscetíveis de serem negociadas em um mercado secundário. Em resumo, toda emissão pública, sua negociação, compensação ou liquidação só podem ser realizadas por meio dos agentes componentes do sistema de distribuição, sendo que quer as operações, quer as instituições que atuam são dependentes de prévio registro e autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Ou seja, os *crowdfundings* realizam uma oferta pública por meio da Internet utilizando-se de um serviço público de comunicação, já que a transmissão dos dados pode ser feita por meio da telefonia, eletricidade ou outro serviço público concedido ou não. Também o parágrafo 5º, I, do artigo 19 caracteriza como emissão pública “outras situações [...] para fins de registro”. Claro está, como já mencionado

15. “A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”

anteriormente, que essas outras situações, que não as previstas no parágrafo 3º, têm que ser comprovadamente um ato de acessar publicamente a economia popular. Ou seja, a CVM não dispõe de um cheque em branco para, ao seu alvedrio, criar situações de subordinação aos seus comandos que não sejam caracterizáveis como ofertas que acessem ao público.

10.2.4 A importância dos *crowdfundings* como ferramenta de capitalização

Como visto acima, o nosso mercado de distribuição pública de valores mobiliários se encontra — desde o início, é bem verdade — todo voltado para a capitalização da grande empresa. Tal situação tem sua raiz nas alterações ocorridas na Lei das Companhias, bem como na proposta de criação de uma autarquia federal destinada a regular e a incentivar o mercado de valores mobiliários brasileiro. A orientação dada pelo governo Geisel aos escolhidos para a apresentação do pré-projeto das hoje Leis n. 6.385/1976 e n. 6.404/1976 foi a de que o país deveria ter um sistema de capitalização que tivesse por finalidade carrear recursos, via mercado de capitais, para a grande empresa nacional, cabendo ao Estado fundear as companhias estatais e ao capital estrangeiro capitalizar suas próprias companhias. Ou seja, a intenção da legislação aprovada seguiu o modelo governamental, privilegiando a capitalização das grandes sociedades anônimas nacionais.

Também como já acima apontado, o sistema financeiro que opera nas tarefas de colocação de valores mobiliários, bem como os investidores, se encontra aglomerado e interessado somente nos grandes investimentos e nas equivalentes colocações. Basta ver o insucesso do mercado de acesso, muito embora não faltem empresas de médio e médio/grande porte que necessitariam do mercado para poderem crescer via emissão de papéis de renda variável ou renda fixa. Será inviável pensar que esse macrossistema, muito perto de se tornar um oligopólio da oferta e da demanda de valores mobiliários, possa se interessar por pequenas emissões e de pequenos valores, de baixo retorno sobre o custo de análise do investimento e da colocação.

Se tal constatação estiver correta, significará que a Comissão de Valores Mobiliários terá que pensar seriamente em atender a esse mercado multifário de pequenos investimentos e de pequenos investidores. É importante que pensemos, por exemplo, se tais investimentos deverão passar necessariamente pelo atual esquema de distribuição, que é caro e burocrático. Ou os *sites* poderão fazer parte do sistema de oferta pública e, conseqüentemente, do sistema de distribuição? Qual o nível de informação que os *sites* deverão fornecer ao “mercado”? Qual o nível de informação relevante para esse tipo de investidor “liliputiano”? Como e com qual nível de detalhamento deverá ser apresentado o pedido de registro da operação?

Ou poderá ou deverá a Comissão utilizar-se do poder a ela concedido de dispensar o registro “tendo em vista o interesse público do investidor” (artigo 19, § 5º, I)? Ou deverá seguir o modelo norte-americano e estabelecer limites de valor para o investidor e para o empreendedor para que possam gozar da dispensa do registro? Para a CVM, acostumada como está em tratar somente de grandes emissões, será um belo exercício de regulação, visando a proteção do investidor, sem destruir o mecanismo ou jogá-lo na clandestinidade. A Securities and Exchange Commission colocou em audiência pública um interessante estudo tendente a produzir a regulação dessa nova modalidade de investimento e captação de recursos do público, apontando, entretanto, para os cuidados que devem ser tomados para que, pela burocracia e pelos custos, não se anule esse mecanismo voltado para os investimentos de pequeno valor, mas realizados por um grande número de subscritores.

10.3 OS CLUBES DE INVESTIMENTO

Os clubes de investimento, trazidos da legislação norte-americana para a nacional, têm uma origem mais prosaica, haja visto já se encontrarem exemplos dessa modalidade de investimento ao final do século XIX nos Estados Unidos, na Inglaterra ou na França.¹⁶ Nos Estados Unidos, foram criados por pessoas físicas, detentoras de pequenas poupanças, e que queriam participar do *boom* do mercado acionário causado pelo grande desenvolvimento das redes ferroviárias, da exploração do petróleo, etc. ao final do século XIX. Além da motivação financeira, os clubes foram mecanismos de aglutinação de pessoas, em sua maioria do sexo feminino, até então marginalizadas do mundo dos investimentos, as quais se socializavam em torno das discussões sobre economia, investimentos e rentabilidades, além de outros assuntos mais prosaicos e de interesse comum. Foram criados por pessoas físicas que não dispunham de capacidade de investimento suficiente para atrair a atenção dos corretores de valores, mas que queriam aproveitar o surto de investimentos liderados pela quebra dos monopólios geradores de novas linhas ferroviárias e pelas grandes descobertas de petróleo nos Estados Unidos no final do século XIX e princípios do século XX.

Paulatinamente, os clubes de investimento, que não se destinavam somente à aplicação de recursos em ações, mas também em papéis de renda fixa e imóveis, passaram a ter uma postura mais profissionalizada, com a contratação de assessores de investimento, palestras de economia, etc., sendo o embrião de uma modalidade que surge na metade do século XX — os fundos de investimento,

16. Um dos primeiros clubes de investimento deu-se na França, quando André Level, ao redor de 1904, reuniu um grupo de pessoas para investir na arte do então nascente movimento modernista. O clube reunia pequenas quantias anuais, cerca de 250 francos por ano, com as quais foram seus membros adquirindo obras de Picasso, Matisse, Braque, dentre outros.

objeto de análise mais abaixo. Essas pessoas reuniam-se periodicamente para escutar analistas de investimento, discutir onde alocar os recursos comuns, bem como aproveitavam tais reuniões como eventos de socialização para discutir outros assuntos de interesse comum.¹⁷

Muito embora existentes desde a última década do século XIX, com a criação de um clube de investimento em 1898 no Texas, somente na década de 1990 é que tais associações passaram a representar um movimento relevante junto ao mercado secundário de ações nos Estados Unidos.¹⁸

Com o advento da legislação de 1933, o Securities Act, bem como a de 1940, o Investment Company Act, os clubes de investimento atraíram a atenção da Securities and Exchange Commission, preocupada em saber qual o grau de subordinação dos clubes à sua competência regulatória, tendo em vista que a Lei de 1933 elencou como valor mobiliário a venda do título associativo do investidor ao clube. Já pela Lei de 1940, dependendo da maneira como fosse instituído, o clube poderia ser uma sociedade de investimentos dotada de personalidade que a distinguisse daquelas outras detidas por seus membros.

Essa é a razão pela qual hoje a SEC considera que os clubes de investimento deverão obter o registro prévio junto a ela, dependendo do formato e regras segundo as quais sejam eles criados.¹⁹ A decisão de obter ou não o registro prévio é deixada ao arbítrio do clube de investimento, o qual deverá levar em consideração a legislação existente. Como guia para tal decisão, a SEC publica em seu *site* um conjunto de perguntas e respostas que deverão orientar os instituidores do clube quanto à necessidade ou não de registro.²⁰

17. “The clubs appear to serve a social purpose: as [Brooke] Harrington points out, Americans may be bowling alone but they are not investing alone. [...] The overall message that emerges is that investment clubs have been an important social phenomenon but as yet have not had a broad impact on the stock market”. Vide RAJAN, Uday. Book Reviews, *Journal of Economic Literature*. University of Michigan, v. 47, jun. 2009.

18. “Among the most notable legacies of this extraordinary period is the shift in what could be called the ‘investor class.’ Once limited to a tiny elite among America’s wealthiest families — the 1 percent of adults who owned stocks in 1900, which by 1952 have risen to just 4 percent — investing in stocks became a mass activity, involving over half the U.S. adult population by the end of the twentieth century. Much of this growth in ‘market populism’ occurred during the 1990s. For example, at the beginning of that decade, about 21 percent of American adults owned stocks; seven years later, the percentage had more than doubled, rising to 43 percent; by 1999, the figure was 53 percent. The last number of investors doubled in America, the change took twenty-five years: from 10 percent in 1965 to 21 percent in 1990.” (BROOK, Harrington. *Pop Finance: Investment Clubs and the New Investor Populism*. Princeton University, 2008, p. 12).

19. “An investment club is a group of people who pool their money to make investments. Usually, investment clubs are organized as partnerships and, after the member study different investment, the group decides to buy or sell based on a majority vote of the members. Club meetings may be educational and each member may actively participate in investment.”

20. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Investment Clubs and the SEC*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/investor/pubs/invclub.htm>>. Acesso em: 10 dez. 2014.