
DIREITO

dos Valores Mobiliários

ARY OSWALDO MATTOS FILHO
Professor Sênior da FGV DIREITO SP

VOLUME 1
Dos valores mobiliários
[Tomo 1]

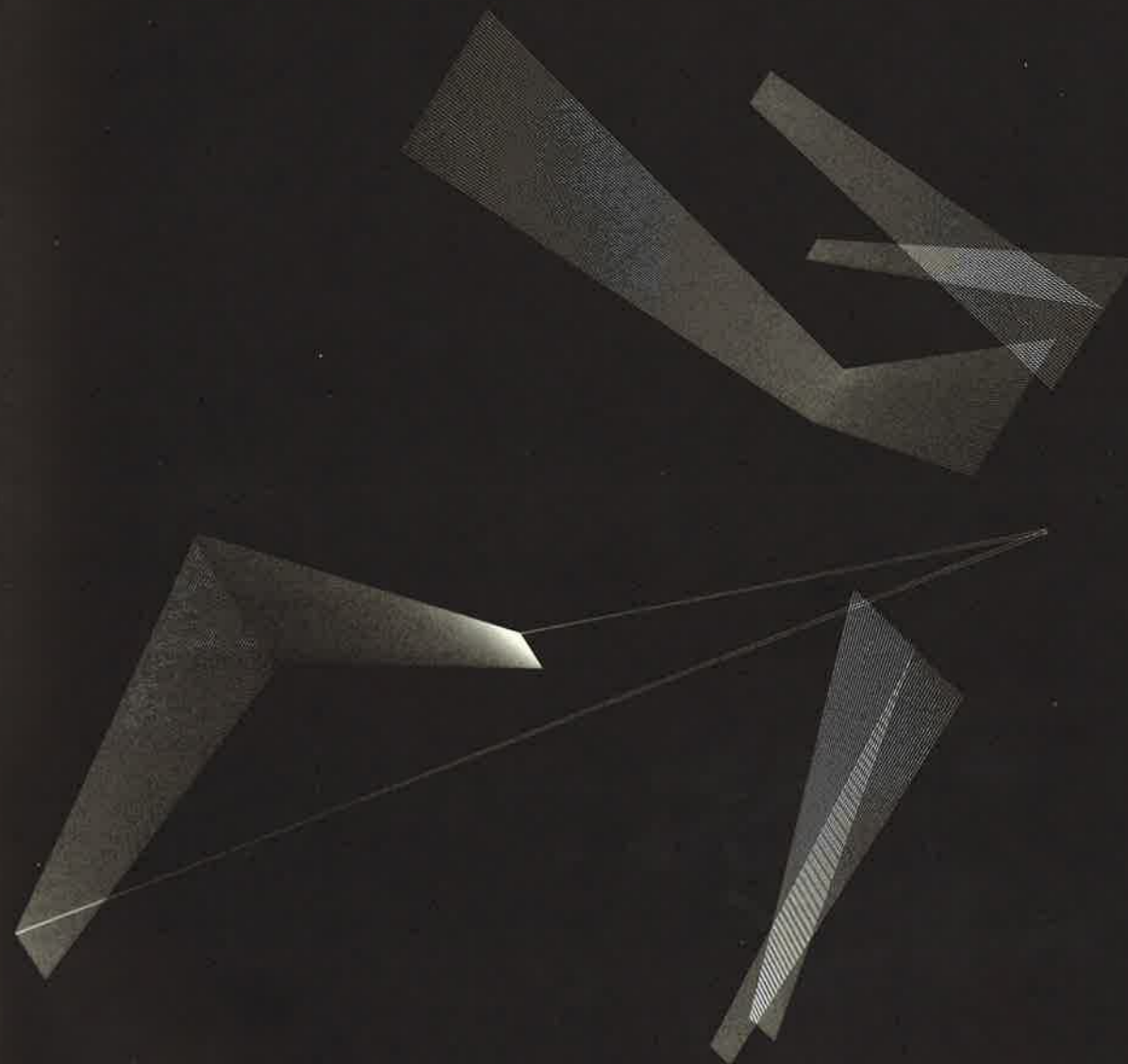
2015

buscou corrigir os meus crimes, dolosos ou culposos, contra o vernáculo tão bem cuidado por Machado e Eça. À Valkiria Zacharias da Silva, também oriental em sua paciência, gentil por natureza, a busca do acerto das notas de rodapé que, um descuido como eu, havia me esquecido de citar a página, o volume e outros detalhes de que a boa educação literária não abre mão. As eventuais falhas remanescentes, por ser declaração de verdade, devem-se à minha teimosia, que, diga-se de passagem, vem se sofisticando. Não tenho dúvida que um trabalho como este deverá conter passagens de que o leitor discorde ou mesmo que contenham impropriedades. Aos leitores, fico desde já agradecido pelo apontamento de tais discordâncias/falhas para que possa dialogar com o discordante ou corrigir eventuais erronias.

Aos meus amigos e colegas da FGV devo pedir desculpas pelo meu alheamento às tarefas administrativas tão imprescindíveis em uma Escola tão séria e exigente como a Direito GV. A desculpa, se houver, está agora nestes dois volumes. Porém, pecador empedernido que sou, pretendo pedir desculpas pelas minhas futuras ausências para poder continuar este trabalho.

ARY OSWALDO MATTOS FILHO
São Paulo, 30 de outubro de 2014.

ary@mattosfilho.com.br
ary.mattos@fgv.br



*"When I use the word," Humpty Dumpty said, in a rather scornful tone, "it means just what I choose it to mean — neither more nor less."
"The question is," said Alice, "whether you can make words mean so many different things."
"The question is," said Humpty Dumpty, "which is to be master — that's all."*

LEWIS CAROL. *Through the Looking Glass.*

1.1 A ORIGEM

1.1.1 O aparecimento do valor mobiliário

Os valores mobiliários, papéis ligados à genealogia dos títulos de crédito, remontam à época em que a sociedade urbana europeia se torna mais complexa, principalmente no que diz respeito à necessidade de transporte rápido e seguro de recursos financeiros de uma praça para outra. Tais papéis antecedem aos bancos de emissão e sucedem à criação da moeda na Europa. Os doutrinadores aculturados pela via europeia comumente atribuem o nascimento dos títulos de crédito aos centros financeiros da hoje Itália, ou a alguns centros econômicos franceses e belgas. Na realidade, a Europa redescobre os títulos de crédito a partir do século XIV ou XV,¹ e isso devido a dois fatores que impediam a maior velocidade

1. Embora fuja ao escopo deste capítulo, os títulos de crédito surgem naturalmente, como necessidade provocada pela velocidade dos negócios. Assim, como o ato de comércio já fora enormemente praticado, mesmo antes da Europa atingir o estágio cultural pós-barbárie, também os títulos de crédito existiram em outros locais, quando os europeus ainda viviam em cavernas. Confira-se BRAUDEL, Fernand. *The Structure of Every Day Life: the Limits of the Possible*. New York: Harper & Row, 1979, p. 472: *"In fact as soon as men learn to write and have some coins to handle, they had replaced cash with written documents, notes, promises and orders. Notes and checks between market traders and banks were known in Babylon twenty centuries before the Christian era. There is no need to exaggerate the modernity of such system to admire their ingenuity. The same devices were found in Greece and Hellenistic Egypt where Alexandria became 'The most popular center of international transit'. Rome was familiar with current accounts, and debit and credit figure in the book of the argentari. Finally, all the instruments of credit, bills of exchange, promissory notes, letters of credit, bank notes, checks were known to the merchants of Islam, whether Muslims or not, as can be*

nas transações mercantis: o entesouramento de moedas e a segurança no transporte de dinheiro.

O primeiro fator decorria da circunstância de que as moedas eram cunhadas em ouro, prata, cobre e outros metais não preciosos. Porém, desde aquela época os europeus já costumavam guardar as moedas de ouro e prata, circulando somente as outras inferiormente valoradas. Tal comportamento representava a desconfiança nos governos que colocavam o dinheiro em circulação, mas, além disso, essa falta de numerário acarretava enorme dificuldade para finalizar as transações que envolvessem grandes somas; ou seja, aquelas que exigissem moedas de maior valor, como as de ouro ou de prata. Assim, reduzia-se o meio circulante e diminuía-se a capacidade operacional dos mercadores e empresários da época.

A segunda situação, que também conspirou favoravelmente para o aparecimento dos títulos de crédito, foi a necessidade do transporte de grandes somas de dinheiro ou metais preciosos entre cidades (fator segurança), bem como a grande variedade de moedas, quanto à origem da cunhagem, que eram transacionadas num mesmo local (fator comodidade).

Finalmente, deve ser agregado que as operações mercantis não eram necessariamente terminadas com a efetivação do pagamento à vista, fato que, através das operações a termo, gerou a necessidade de documentos que dessem vida legal à transação; documentos esses que passaram, posteriormente, a ser suscetíveis de negociação por terceiros não envolvidos na transação original, na medida em que se veio a admitir a cessão de créditos, independentemente da relação mercantil da qual se originaram.

Assim, a evolução se deu do escambo ao surgimento da moeda, e desta ao crédito, pela criação de papéis que o documentassem. Tal processo culmina com o aparecimento do crédito mais sofisticado de então, com o aparecimento dos bancos de emissão ou dos papéis representativos de quantias monetárias ou lastreados em ouro ou prata, emitidos por ourives e comerciantes de metais preciosos.

Porém, qualquer que fosse a forma jurídica adotada, tudo se resumia a diferentes formalizações de operações de crédito.² Em virtude de tais fatos históricos, foi necessária a recriação de instrumentos legais que facilitassem a transmissão de direitos, bem como agilizassem a circulabilidade do crédito. Tal instrumento consubstanciou-se no aparecimento da cambial, dentre outros títulos surgidos à época.

seen from the genize document of the tenth century A.D., principally found in the Old Cairo synagogue. And China was using bank notes by the ninth century A.D."

2. BRAUDEL, Fernand. Op. cit., p. 476: "But if it is possible to say that everything is money, it is just as possible to claim that everything is on the contrary credit — promises; deferred reality. Even this louis d'or was given to me as a promise, as a check." Ou, como afirmou Schumpeter, transcrito por Broudel: "money in turn is but a credit instrument, a claim to the only final means of payment, the consumer's good".

De lá para cá, os instrumentos circulatórios de créditos e de direitos evoluíram de acordo com as necessidades das práticas empresariais. Porém, a circulação do crédito, independentemente da responsabilidade do cessionário na circulação dos direitos, ganha força na medida em que se torna instrumento mais ágil, já que, em tal situação, o crédito passa a valer por si mesmo independentemente da relação jurídica que lhe deu causa. Ou seja, a obrigação dele decorrente e o direito inscrito no documento valem por si, abstraída a relação causal originária da obrigação. Enfim, nasce a autonomia do crédito contido no título.³

A autonomia dos direitos cartulares teve outro grande impulso com a recriação do endosso na França do século XVI, em que, partindo-se da permissão de um único endosso, evoluiu-se até o endosso em branco.⁴ Assim, com a criação da cambial, transferiu-se o direito; com o endosso, transmitiu-se o título.

Ambas as figuras foram fundamentais para a aceleração na velocidade de circulação da moeda e incremento do crédito e, como consequência, para o aumento da economia europeia de então. Criou-se, portanto, um direito abstrato que se deslocou da relação original que lhe deu causa, tal como a primitiva venda e compra, ou o anterior câmbio de moedas. O título passa a valer por si, sem se prender à relação jurídica anterior, sendo tal criação o instrumental fundamental para a agilização dos negócios mercantis dos séculos XVI e XVII.

Do cenário até aqui descrito, e levando em consideração a realidade empresarial da época, verificaremos que poucas foram as manifestações mercantis que colocavam ao mesmo tempo, e no mesmo relacionamento jurídico, muitas partes contratantes. Isso significava que os títulos de crédito cumpriam a função de regular e retratar, no mais das vezes, o relacionamento bilateral entre duas ou pouco mais partes envolvidas no negócio jurídico. Algumas vezes, a mesma relação agasalhava mais contratantes; porém, não era frequente tal situação negocial se materializar com a ocorrência de grandes aglomerados de contratantes.

Raras eram as obrigações que tinham a necessidade de aglutinar um universo numeroso de partes envolvidas no mesmo conjunto de direitos e obrigações, já que raros eram os mecanismos jurídicos disponíveis para agasalar um grande número de contratantes dentro da mesma relação obrigacional. Independentemente do número de coobrigados, era sempre uma relação de crédito e débito que

3. Tullio Ascarelli diz que: "O Direito acaba por ficar plenamente objetivado e despersonalizado, por ser considerado um bem, um valor, como tal, exatamente definido e delimitado, distinto da relação econômica que se originou e submetido, portanto, às regras da circulação dos bens móveis e não mais àquelas relativas à circulação dos direitos". (ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 11).

4. Toda a evolução da circulabilidade, em função da autonomia do título de crédito, parte da aceitação de sua literalidade. Ou seja, o título é um valor em si mesmo, sujeito às regras que presidem as transações das coisas móveis, e não mais a existência do bem do qual se originou o título de crédito. Tal princípio já existia no Direito francês dos séculos XVI e XVII, sob a máxima "possession de bonne foi vaux titre".

se constituía, sendo os direitos e deveres válidos aqueles que estivessem inscritos na cédula, fato que não permitia grandes variedades além da quantia a ser paga, local, data e beneficiário.

A falta de dispositivos legais decorria fundamentalmente do porte da economia então existente, a qual não gerava negócios de vulto que justificassem o surgimento dos mecanismos hoje disponíveis para a emissão dos chamados títulos de massa. De outro lado, os negócios resumiam-se, fundamentalmente, às operações de venda e compra com pagamento à vista ou financiadas. Estas últimas eram assim realizadas tendo em vista distâncias geográficas, câmbios monetários, etc.

Assim, se de um lado tínhamos o título de crédito representativo em si mesmo do direito de receber e da obrigação de pagar, de outro, e com a evolução e crescimento das transações, começam a aparecer obrigações mais complexas, as quais retratam situações em que as partes contratantes se encontram em um esforço associativo em busca de um fim comum. Tal finalidade associativa não depende da existência de uma cédula, mas, por conterem regras mais detalhadas de direitos e obrigações, obrigavam não só a emissão de um título, mas dependiam das regras inscritas em um contrato associativo.

Esses títulos nascidos de um processo associativo de fins convergentes, muito embora não devam ser considerados como títulos de crédito, foram, naquilo que se refira ao volume de participantes, uma das primeiras manifestações de emissão de títulos colocados entre inúmeros tomadores — tal como ocorreu nos séculos XVII e XVIII, com as ações emitidas pelas várias Companhias das Índias, ou com os contratos de arrendamento de espaço em navios mercantes.

Tais investimentos eram vendidos a um número grande de tomadores, e representavam uma expectativa de direito e não mais um direito líquido e certo, conforme inscrito na cédula representativa do crédito. Nesses casos, o crédito não era mais certo, mas dependia do sucesso do empreendimento comum. O objetivo era a capitalização das companhias ou o financiamento para a construção de novas embarcações, fato que se dava, e de forma fundamental, pelo acesso às economias privadas individuais, dentro de uma relação obrigacional também privada.

Já nos demais países envolvidos na busca de grandes aportes de recursos para a exploração comercial das descobertas marítimas, fundamentalmente Portugal, Espanha e, em menor escala, a França, verificamos, ao contrário, que o esforço de investimento era realizado pelo Estado ou pelo soberano pessoalmente, e não pelos capitais privados, situação que gerou a pouca utilização dos títulos de crédito ou dos títulos associativos, já que o financiamento se dava pela via tributária.

Mas o grande processo associativo da época, e de caráter privado, era a venda de participação de espaço em embarcações que se dirigiam às Índias ou praticavam o comércio marítimo entre países mais próximos, visando à venda de bens

produzidos na Europa e à compra de especiarias, tecidos, etc., e que negociavam tais bens no retorno da embarcação, repartindo o lucro ou lamentando as perdas.

Esses negociantes e investidores também se agrupavam debaixo do mesmo interesse comum de lucro, dentro de um negócio dividido em participações ou quotas associativas, representativas de espaço físico dentro da embarcação, sendo todas dependentes do sucesso do mesmo empreendimento comum, qual seja, o lucro da ventura comercial marítima no mesmo navio.

Em fins do século XIX, o fenômeno associativo se torna mais visível pelo surgimento das grandes corporações ligadas ao desenvolvimento de projetos de porte que diziam respeito ao Canal de Suez, ao surgimento da grande indústria do ferro e do aço, a construções de estrada de ferro, exploração do petróleo, dentre outras atividades empresariais. De qualquer forma, entretanto, tratava-se de manifestações do capitalismo de massa, cujas ocorrências estavam normalmente localizadas em alguns poucos países, usualmente de cultura anglo-saxã.

Ao final do século XX e início do atual, entretanto, assiste-se ao grande movimento de interpenetração de fluxos comerciais competitivos, que trazem em seu bojo a necessidade de enormes volumes de capitais. Verifica-se também o surgimento da tendência dos bancos privados, após a quebra econômica de alguns países de economias de grande porte, de crescentemente emprestarem recursos de forma securitizada, repassando o risco aos investidores, bem como da tendência das economias mais fortes de exportarem seus mecanismos de financiamento às economias periféricas.

É diante de tal quadro que o mercado de valores mobiliários vem crescentemente assumindo um papel relevante como mecanismo de financiamento do sistema produtivo nacional. Entretanto, para o desenvolvimento deste mercado, e na medida em que o governo entenda de regulá-lo, a tarefa primordial será discutirmos os princípios básicos componentes deste novo ramo do Direito, denominado Direito dos Valores Mobiliários, trabalhando novos institutos e discutindo o que venha a ser “valor mobiliário”, sua distribuição pública, a manipulação de mercado, a informação privilegiada, dentre outros, para que possamos ter ideia do alcance deste instrumento, suas limitações e obrigações decorrentes de sua oferta, inclusive as conexões com os ramos do Direito já estabelecidos, como o Direito das Obrigações, o Direito Administrativo, o Direito Societário, etc.

Tal tarefa se impõe para que se possa, dentre outros objetivos, determinar o alcance e o limite para o Estado exercer o seu poder de polícia sobre os agentes emitentes, intermediadores e adquirentes ou vendedores de valores mobiliários, bem como para determinar o campo de atuação destinado aos acordos e às obrigações daí decorrentes que nascem e se extinguem dentro do âmbito privado, sem a interferência estatal. Em outras palavras, será necessário traçar as grandes linhas do Direito dos Valores Mobiliários.

1.1.2 O Direito dos Valores Mobiliários

Não se pretende discutir a existência da autonomia ou não do Direito dos Valores Mobiliários, dada a pouca utilidade do debate, se é que alguma existe. A discussão aqui proposta parte do objetivo de apresentar um recorte facilitador da lógica expositiva da matéria, de sorte a aglutinar as porções que esta nova vertente utiliza dos outros ramos do Direito, bem como acomodar mais facilmente as inovações legislativas que venham a compor a lista dos princípios peculiares ao Direito dos Valores Mobiliários. De outro lado, pretende-se com a nova compartimentalização facilitar a busca de soluções, de informações ou a constatação das perplexidades que nos atingem enquanto operadores deste razoavelmente novo ramo do Direito no ordenamento brasileiro.

Como grande quadro de inserção, temos que o Direito dos Valores Mobiliários pertence a uma nova vertente nascida das profundas mudanças ocorridas na vida econômica dos países, as quais vieram ao mundo após a crescente globalização do sistema financeiro e de suas transações, acopladas à internacionalização do sistema produtivo, bem como em decorrência de um grande aumento das trocas comerciais. Como contrapartida, os mecanismos de aglutinação da poupança privada, seus locais de negociação e os tipos de investimento também passaram, cada vez mais, a atuar em escala global e de forma crescentemente uniformizada.

Como consequência da internacionalização da busca de poupança pelos empreendedores e da globalização das aplicações pelos investidores, passamos a assistir a um grande esforço de convergência legislativa entre os vários países, convergência esta patrocinada pelos enormes interesses econômicos nascidos do relacionamento entre poupadores/investidores e tomadores/devedores, bem como da crescente troca de informações e experiências entre os organismos estatais reguladores dos mercados de valores mobiliários.

Assim, o Direito dos Valores Mobiliários ganhou força e espaço no mundo jurídico proporcionalmente ao crescimento econômico das várias nações, bem como na proporção da adesão desses países ao modo capitalista de produção.

No que tange ao sistema produtivo, adotamos entre nós, e por disposição constitucional, os fundamentos da livre iniciativa⁵ e, como consequência, a preferência, também constitucional, pela iniciativa privada para o exercício direto da atividade econômica.⁶ Desta feita, caberá ao Estado a exploração da atividade econômica somente na ocorrência de situações em que haja problemas relativos à segurança nacional ou relevantes interesses coletivos, conforme o que seus significados e abrangências venham a ser definidos por lei.

5. Vide art. 1º, IV, e art. 170 da Constituição Federal.

6. Vide art. 172 da Constituição Federal.

Isso significa que, entre nós, ao menos no que respeita ao preceito constitucional, a primazia da atividade econômica pertence ao setor privado, sendo seu local de atuação o mercado, no qual as forças de oferta e demanda se encontram e operam dentro do regramento estatal que visa proteger a livre concorrência, a defesa do consumidor, do meio ambiente, bem como dar função social à propriedade.⁷

Assim, temos, de um lado, que a função dos valores mobiliários é financiar de forma pulverizada os investimentos privados; de outro lado, é função do Estado regradar o este relacionamento obrigacional, buscando que seja equitativo. O Direito dos Valores Mobiliários, como consequência, conta, ou busca contar, com o regramento estatal tendente a dar as condições de equidade nas transações ocorridas no mercado de valores mobiliários, o qual se compõe de investidores e ofertantes de valores mobiliários, agentes de intermediação e de negociação.

A atividade que ocorre em seu seio é, entretanto, eminentemente privada. As condições impostas pelo regramento estatal para que se consiga um relacionamento equitativo entre seus vários agentes se dá, dentre outras formas mais adiante discutidas, pela informação obrigatoriamente veraz dada pelo emitente de valores mobiliários, ou pela proibição de situações caracterizadoras de manipulação de preço quanto ao emitente, ou pela vedação ao *front-runner* pelo corretor da operação, etc.

O tratamento equitativo entre os que atuam no mercado de valores mobiliários visa dar condições de igualdade jurídica e de informação. Entretanto, o Governo, enquanto órgão regulador do mercado, por exemplo, não assegura a veracidade das informações dadas pelos emitentes, mas pune a informação mendaz; não avaliza nem discorda do preço de emissão de um valor mobiliário, mas exige informações públicas para que o investidor possa fazer sua própria avaliação. A normatização estatal, como regramento geral, visa, portanto, à proteção do mercado e de seus atores, bem como a punição de seus infratores.

A palavra "mercado", muito embora não definida pela legislação, é por ela mencionada,⁸ por exemplo, na lei que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ganhando, desta feita, cidadania no mundo jurídico.

No presente contexto, temos que o termo "mercado" significa o conjunto de ofertas feitas e de negócios realizados em um dado período de tempo, de acesso público direto ou indireto, independentemente de terem suas transações ocorrido ou não no mesmo local físico ou eletrônico, buscando, pelo volume de transações, alcançar a melhor e mais correta formação de preço possível.

7. Vide art. 170 da Constituição Federal.

8. Na ementa da Lei n. 6.385/1976 diz-se que "Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários". No artigo 19 da mesma Lei, comanda-se que "Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro da Comissão".

DEFINICAO DE MERCADO

O mercado também é relevante na medida em que sinaliza a possibilidade de acesso de todos que queiram lá transacionar seus ativos e, de outro lado, pela presunção de que, quanto melhor o acesso e maior o número de seus negociadores, maior será o interesse estatal em regrá-lo visando estabelecer as condições de equidade entre seus participantes, buscando a proteção da poupança popular.

Assim, as normas cogentes buscam estabelecer que tais operações, não dirigidas a comitentes específicos, ocorram em um mercado organizado, transparente e com normas que deem um tratamento uniforme a todos os seus participantes. A regulação estatal, de outro lado, dentre outros requisitos, exigirá a existência de local adequado e apto a atender a movimentações de grandes volumes de transações de forma eficiente e confiável. É com tal intuito que qualquer emissão, seja ela primária ou secundária, necessita ter a autorização prévia da autoridade governamental antes de qualquer oferta pública de valor mobiliário, já que se destina a ser ofertada indistintamente ao público em geral.

Se o bem ofertado publicamente for valor mobiliário haverá, e de forma obrigatória, a interveniência ativa da autarquia reguladora desse mercado. Mas, quer para saber se a empresa emitente está ofertando algum tipo de valor mobiliário, quer para saber se há a necessidade prévia de autorização estatal, se faz necessário conhecer, e da forma mais clara possível, o que seja valor mobiliário, o alcance do termo e, como consequência, a capacidade da intervenção estatal voltada para a proteção de seus atores, como será mostrado abaixo.

1.1.3 O que é valor mobiliário?

Certamente, dentre as tarefas árduas acometidas ao Direito, merece destaque a dificuldade e a necessidade de sua conceituação. De um lado, ela se impõe como fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente ao “valor mobiliário”. De outro, servirá para definir o campo de atuação governamental na regulamentação do uso de tal instrumental como forma de capitalização de empreendimentos, através da normatização estatal para o acesso ao público detentor de poupança.

Por último, há que se saber o que seja valor mobiliário para que a autoridade competente possa punir, civil ou penalmente, aqueles que transgridem as regras legais do país, utilizando-se ilegalmente de valores mobiliários para atingir um objetivo socialmente danoso.

Ou seja, a conceituação não visa somente saber o que é valor mobiliário pelo prazer de tal, mas também, e como consequência, delimitar o campo de atuação dos órgãos do Poder Executivo federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso, ou punir pela má utilização de seus mecanismos.

Historicamente, e em resumo, a proteção do Estado visa dar condições de avaliação do investimento aos poupadores que possam ser atingidos ou sejam alvo de ofertas, de compra ou de venda, de valores mobiliários, feitas de forma pública. Vê-se, portanto, que a preocupação se volta à necessidade de regrar o acesso à chamada economia popular, na medida em que o grande objetivo é proteger os potenciais compradores ou vendedores alvos da oferta de investimento representado pela oferta pública de compra ou de venda de valores mobiliários. Daí decorre que os valores mobiliários suscetíveis de serem ofertados ao público serão objeto de nosso estudo, já que podem também ser emitidos e negociados de forma privada, ou seja, indisponíveis ao público ou mercado e, portanto, fora do campo de atuação regradora da Comissão de Valores Mobiliários.

A oferta privada não consta do mundo de preocupações do Direito dos Valores Mobiliários, na medida em que não afeta diretamente a economia pública, mas tem repercussões quase que exclusivamente no campo das relações privadas entre as partes contratantes, prescindindo, nestes casos, da regulação específica que o Estado exerce por intermédio de órgão governamental determinado. Na medida em que se consiga conceituar o que seja valor mobiliário e no que consista “ir ao mercado”, como será visto em um dos próximos capítulos, temos que uma parte substancial da tarefa já estará vencida.

1.2 VALOR MOBILIÁRIO OU TÍTULO DE CRÉDITO?

A existência dos títulos de crédito, por alguns atribuída aos juristas medievais,⁹ pode ser tida como uma das mais revolucionárias criações do mundo antigo mercantil, cujos efeitos dinamizadores nas transações comerciais constituíram-se no mecanismo mais relevante para a “internacionalização” do mundo europeu até então conhecido. Pela comparação histórica, tenho para mim que esse mecanismo se deve muito mais à junção dos interesses comerciais entre as bancas financeiras e os comerciantes, aos quais se deve a engenhosidade de criar um título simples e eficaz para impulsionar dramaticamente as transações financeiras

9. Ascarelli atribui o mérito da criação e originalidade dos títulos de crédito ao mundo dos juristas, na medida em que: “ao profano que indagasse quais são os méritos e qual a contribuição do direito comercial na formação da civilização moderna, não saberia indicar instituto algum mais perfeito e mais significativo do que os títulos de crédito. A vida jurídica moderna seria impensável sem a rede de títulos de crédito; às invenções técnicas faltariam os meios e a disciplina para sua adequada realização social; as relações de troca tomariam necessariamente um diferente aspecto. Foi graças aos títulos de crédito que o mundo moderno pode mobilizar a própria riqueza; foi graças aos títulos de crédito que os ordenamentos jurídicos puderam vencer os obstáculos do tempo e do espaço, transpondo com a máxima facilidade os elementos representativos de bens longínquos, e materializando no presente riquezas do futuro”. Vide LOPES, Mauro Brandão. A contribuição de Tullio Ascarelli à doutrina dos títulos de crédito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 38, p. 27-35, abr./jun. 1980, p. 27.

e comerciais.¹⁰ O reconhecimento jurídico quase sempre surge após esta criação da prática dos negócios estar implantada e em pleno uso.

O título de crédito teve o condão de criar a portabilidade do crédito de maneira muito mais simplificada do que os vetustos contratos elaborados pelos praxistas baseados no Direito antigo enraizado nas práticas romanísticas e canônicas. Sua engenhosidade estava em colocar de forma resumida, em um único documento, todos os requisitos formais para dar segurança e certeza ao vínculo obrigacional creditício de então.

Essa simplicidade e eficiência na portabilidade do crédito fez sua merecida fama, rapidamente se espalhando pelo mundo dos negócios de então. Como já mencionado anteriormente, a partir da aceitação do endosso ocorre o segundo e crucial evento para a maior dinamização do mundo empresarial, fazendo com que o crédito passasse a poder ser transmitido de maneira rápida e eficiente. Sua eficácia como instrumento garantidor da existência de uma relação devedor/credor, bem como a sua transmissibilidade a terceiro credor sem vincular o credor originário ao credor seguinte fez com que a titularização do crédito atravessasse os séculos com pequenas ou nenhuma modificação.

1.2.1 A relevância da discussão

Como já visto acima, as necessidades do mundo dos negócios são as grandes criadoras das inovações no mundo jurídico. Ou seja, a necessidade empresarial cria a demanda que irá produzir experimentos cujos comportamentos serão regulados posteriormente pelos comandos legais que irão propiciar o conforto de uma eventual certeza jurídica nas transações futuras. Raras são as criações legais que precedem a uma demanda ainda não existente, bem como raras são as criações legais que se perenizam no tempo em decorrência das mudanças contínuas ocorrentes nas sociedades politicamente organizadas. Somente tendem a ter vida por período maior de vigência os princípios básicos que norteiam o convívio social de forma ordenada. No mais, os comandos e conceitos tendem a se amoldar

10. "No exercício de sua atividade comercial, os 'mercatores' medievais frequentemente estabelecidos em praças geograficamente distantes, eram obrigados a deslocar-se a fim de celebrarem seus negócios, de se aprovisionarem de mercadorias destinadas à revenda, e de cobrarem os créditos respectivos. Com vista a evitar os enormes riscos inerentes a transportar consigo avultadas quantias de dinheiro nas suas longas viagens por caminhos inseguros, foi despontando um novo e original instituto jurídico: o comerciante depositava o seu dinheiro junto a um banqueiro, que lhe entregava em troca um documento especial ou carta ('cartulae') e que lhe permitia, mediante sua apresentação junto a outro banqueiro sediado no local de destino ou negócio, aí levantar correspondente quantia pecuniária, necessária aos pagamentos; mais tarde, tornou-se mesmo possível que tal documento fosse utilizado pelo comerciante como meio directo de pagamento e de circulação de créditos no tráfico jurídico, mediante seu mero endosso a outros comerciantes, que assim assumiam a titularidade do crédito pecuniário nele inscrito". Vide ANTUNES, José A. Engrácia. *Os títulos de crédito: uma introdução*. Coimbra: Coimbra, 2009, p. 10.

às demandas e alterações temporais que necessariamente ocorrem, de forma não necessariamente igual, nas várias sociedades e no âmbito dos distintos padrões de cultura.

De outro lado, usualmente vemos que os atores do mundo do Direito tendem a resistir às alterações ocorrentes fixando-se nos antigos padrões até então existentes, buscando fazer com que as inovações, reclamadas ou implantadas pelos segmentos mais ativos e inovadores da sociedade, sejam parcialmente atendidas pela busca de acomodação dos novos instrumentos dentro da antiga compartimentalização já existente. Para mim, foi isso o que ocorreu com o mundo conceitual dos títulos de crédito, principalmente se levarmos em consideração as enormes discussões então existentes no mundo latino da Europa continental e, de lá, migrando para nós no início do século XX.

É incito ao ser humano a sua tendência de produzir, consumir e buscar trocar bens e serviços, bem como é natural a busca associativa para alcançar determinados fins comuns que atendam às respectivas expectativas daqueles que se unem. Para tanto, várias foram as maneiras encontradas para prefixar os direitos e deveres de cada associado quanto ao surgimento de dúvidas reais ou produto das respectivas espertezas na interpretação com relação àquilo que havia sido combinado no início.

Mas se o mundo empresarial é rápido e oportunista na tomada de decisões, o mundo das leis é ritualista e, conseqüentemente, mais lento do que o mundo dos negócios. É nesse contexto que coloco o surgimento dos títulos de crédito. Até então, a atividade empresarial estava restrita em um relativamente pequeno espaço territorial enquanto universo de atuação, dadas todas as dificuldades materiais existentes, como já apontado no início deste capítulo.

Mas malgrado todas as dificuldades, já naquela época medieval, como até hoje, o mundo empresarial se dividia em dois grandes grupos no que concerne aos empreendimentos participativos entre pessoas. Há aqueles que se associam em torno de um objetivo empresarial comum e aqueles outros que emprestam recursos para os que deles necessitam. Assim, o mundo associativo evolui dos empreendimentos comuns únicos, nos quais se combinava um único negócio — em que, uma vez concluído, a associação se desmanchava —, até os empreendimentos comuns sem prazo determinado; indo da outorga das concessões reais à formação de empreendimentos que não mais necessitam de autorização prévia estatal, mas de mero e posterior registro.

De outro lado, naquela época, como hoje, há aqueles que emprestam capital sem se associar aos riscos do empreendimento, mas vivem da cobrança de uma remuneração que será tanto maior quanto maior for o risco do negócio, mais longo o prazo para recuperar o capital ou mais necessitado dos recursos esteja o tomador.

É nesse contexto que surge uma figura, e quase que de forma natural, que é aquele que faz a intermediação entre o poupador e o tomador dos recursos.

Se tivermos em mente os negócios de maior vulto iremos verificar que, à época, direitos e deveres se materializavam em contratos no mais das vezes escritos em latim, cuja interpretação se baseava em normas do Direito romano ou mesmo canônico, por intérpretes que atuavam em um continente politicamente fragmentado. Se esse era o mundo do Direito das Obrigações, o outro mundo, o dos empreendimentos que buscavam o lucro, criava normas comerciais que vigiam sobre aquelas outras regras de aplicação local. É nesse contexto que a lei dos mercadores cria ou copia instrumentos que tornem mais ágeis e seguros os negócios intrarregionais e suprassoberanias.

Essa divisão natural, muito bem entendida pelos praticantes do ato de comércio de então, entre o ato de se associar e o de emprestar, é que foi deformada pelo mundo jurídico em sua busca insatisfeita de unir os dois universos sob o manto único dos títulos de crédito. Como seria de se prever, a realidade, em superando as definições, deságua, como sempre, na criação de um limbo que, no caso, foram os títulos de crédito atípicos.

Com o passar dos tempos, títulos similares vieram à vida, impulsionados pelas necessidades empresariais à medida que os atos de comércio se tornavam mais sofisticados pela necessidade da obtenção de crédito. Foi essa crescente relação entre detentores de poupança e tomadores de crédito que teve o condão de criar a demanda de instrumentos semelhantes aos então existentes, mas com maiores ou menores diferenças em face dos instrumentos cambiais disponíveis à época. Dessa necessidade é que surgem mais tarde, e pela demanda dos atos negociais, títulos como a duplicata, o cheque, as garantias hipotecárias, etc. Ou seja, a necessidade atíca o engenho humano na criação de inúmeros outros instrumentos destinados a dar segurança na circulação indireta de bens e serviços, criando opções mais seguras do que o comércio direto que então era praticado com a entrega de dinheiro em troca do recebimento de mercadoria. Essa facilidade do mundo medieval deve à engenhosidade dos banqueiros, que encontraram determinados mecanismos para, ao mesmo tempo em que aceleravam o ato de comércio, criar uma nova forma de auferir lucro com a troca de moedas ou com os títulos de transmissão do crédito.

Vários séculos depois, e com o surgimento de inúmeras maneiras de transferir o crédito, sentiram alguns juristas a necessidade de se buscar desenvolver uma teoria unificadora dos títulos de crédito, de sorte a juntar suas características e seus qualificativos em uma única definição, mantendo a condição de liquidez e certeza legais e dispensando o processo de conhecimento para a caracterização do vínculo obrigacional creditício. Foi nesse contexto que surgiu a definição de Cesare Vivante que fez fama no mundo europeu, além de ser repetida de forma

abundante entre os nossos cultores da teoria dos títulos de crédito. Mas se a definição teve o mérito de encapsular em seu conteúdo as relações empresariais do fim do século XIX, ocorreram, como seria de se esperar, determinadas tentativas de adequações forçadas da sintética definição em face dos novos instrumentos surgidos nos decênios posteriores.

Ou seja, com as inovações constantemente ocorridas no mundo empresarial surgiram outros títulos que poderiam ou não estar dentro do conceito de título de crédito desenhado por Vivante. Algumas situações eram facilmente acomodáveis; outras necessitavam da saída clássica dos pensadores menos imaginativos, que sempre tendem à criação de um terceiro gênero dentro da mesma espécie, na medida em que o novo título ou contrato não mais caiba na definição até então aceita. Foi o que aconteceu com alguns tipos de títulos de crédito, tais como aqueles títulos emitidos pelas sociedades por ações, que passaram a ter maior relevância no mundo dos comercialistas italianos a partir do fim do século XIX.

Assim é que, a partir da primeira metade do século XX, os cultores do Direito Comercial europeu continental, principalmente entre os doutrinadores italianos, espanhóis e portugueses, passaram a desenvolver a teoria dos títulos de crédito típicos, como seria a nota promissória, e daqueles outros pensados para agasalhar os do terceiro gênero, como as ações, cognominando-os de "títulos de crédito atípicos".¹¹ Claro está que a enorme discussão que se instalou nas hostes jurídicas somente a elas dizia respeito, na medida em que as companhias continuavam a emitir seus títulos, sendo somente relevante saber o que daria direito à execução específica, separando-os daqueles outros que não seriam possuidores de tais direitos.¹²

11. Segundo nos dá conta Mauro Brandão Lopes, Ascarelli não aceitava a existências dos títulos de crédito impróprios, na medida em que: "também nesse detalhe, a sua teoria desautorizava frontalmente, a meu ver, a costumeira divisão dos títulos de crédito em títulos impróprios e títulos próprios, que ele próprio parece adotar, porque os primeiros não são títulos de crédito, seja por servirem de simples comprovantes de legitimação, i.e., vale dizer, por serem documentos não constitutivos de direito, seja por serem documentos de legitimação no sentido de que não impõem o legitimado como titular de direito autônomo". Vide LOPES, Mauro Brandão. A contribuição de Tullio Ascarelli... Op. cit., p. 33.

12. Esses constantes remendos de tentativa de adequação da realidade mutante à definição não trouxeram bons resultados, como já havia anotado José Alexandre Tavares Guerreiro ao descrever, com certo humor, a manca realidade resultante, quando observou que: "Bem terá procedido, talvez, o legislador imperial ao exigir, como requisito de matrícula nos cursos jurídicos de Olinda e de São Paulo, então criados pela lei de 11.8.1827, aprovação dos candidatos em exame de geometria, além de outras matérias. Na verdade, tanto andaram fazer do Direito ciência exata, e além de exata abstrata, e, assim exata como abstrata, divorciada da realidade social e da vida econômica, que, para entender suas teorias e disciplinas, quiçá fosse realmente necessário, ou pelo menos útil, a racionalidade apriorística da geometria, ou aquele *sprit de géométrie*, de que nos diz Pascal, em que os princípios se distanciam do uso comum, posto que palpáveis. Em matéria de títulos de crédito, tanto se procurou edificar uma teoria e uma doutrina geometricamente perfeitas, dotadas de logicidade intrínseca impermeável, sobretudo à base das construções alemãs, endeusadas por certo dogmatismo que se assemelha ao que, em sociologia, se chama sistema fechado, que inúmeras dificuldades se puseram diante do jurista, para explicar o desenvolvimento de institutos cambiários que a praxe mercantil como que deformou de sua pureza teórica, introduzindo brechas e fissuras na pretendida

As discussões jurídicas giravam em torno de como classificar as novas possibilidades surgidas no mundo empresarial. As divergências ocorriam porque determinadas representações negociais ora eram classificadas como títulos de crédito propriamente ditos, ora como títulos de crédito impróprios. Esta foi uma maneira pouco elegante de buscar encaixar “a fórceps” determinados títulos que certamente não cabiam na definição vivanteana. Assim, por exemplo, as ações seriam títulos de crédito impróprios e as notas promissórias títulos de crédito próprios. A essa dupla classificação alguns adicionaram uma terceira hipótese: a dos títulos de crédito de legitimação ou dispositivos e, de outro lado, os títulos de créditos translativos de direitos. Ou seja, o mundo jurídico se tornara por demais complicado para as necessidades creditícias ou associativas exigidas pelo mundo empresarial.

Entre nós, os títulos de crédito próprios e impróprios tiveram sua tradição importada da matriz das cambiais existentes na Itália, a qual não seria, necessariamente, permanentemente válida para as alterações econômicas e empresariais que se produziram e continuarão a se produzir no mundo dos negócios. Tal divisão dos títulos de crédito em próprios e impróprios refletiu-se diretamente na concepção do vigente Código Civil brasileiro.

1.2.2 Os títulos de crédito no Direito brasileiro

Nesse ordenamento do início do século XXI, voltou-se à busca da unificação dos regramentos civis e mercantis, a exemplo da codificação italiana editada no início da década de 1940, muito embora em 2002 já não mais lá estivesse vigente. Dentre as inovações, e para aquilo que aqui nos interessa, o nosso Código Civil trouxe para seu bojo a definição vivanteana de título de crédito — cujo autor, no final do século XIX, buscara unificar os títulos de crédito sob sua sempre louvada definição —, muito embora o mundo dos negócios, passados mais de cem anos, tivesse sofrido mudanças radicais, tornando-se muito mais complexas as relações mercantis do que as existentes à época de Cesare Vivente.

Foi nesse contexto jurídico-econômico que, na década de 1960, já tendo o Direito italiano perdido sua primazia e liderança entre as culturas periféricas, passaram estas a sofrer a crescente influência da cultura jurídica do mundo anglo-saxão, influência esta perceptível na atualidade, inclusive sobre os países da Europa continental. Essa mudança é bastante visível no mundo dos negócios, no que diz respeito ao Direito Financeiro, e das transações entre nações e nos mecanismos de

edificação monolítica e monumental”. Vide GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Cheque visado. *Revista de Direito Mercantil*, n. 62, p. 17-24, abr./jun. 1986, p. 17, itens 1 e 2.

financiamento dos empreendimentos empresariais — isto é, o mundo do Direito das transações empresariais, aí também inserido o Direito dos valores mobiliários.

Como já foi notado, vislumbrou-se um novo embaraço, haja vista que a expressão “valores mobiliários” foi utilizada, dentre outras nacionalidades, pelos Direitos francês, belga, inglês, norte-americano,¹³ português, etc., enquanto toda a tradição brasileira referente às emissões de títulos pelas companhias fora construída tendo como influência a teoria, então em voga, dos títulos de crédito, baseada em tradição mais do que centenária, a qual foi construída em época e em país no qual o processo de capitalização do setor produtivo via oferta pública de valores mobiliários era irrelevante. Tal posição pode ser entendida historicamente na medida em que o valor mobiliário, como instrumento de capitalização das empresas, pelo acesso à poupança do público em geral, começou a ter vida própria na economia brasileira a partir do fim da década de 1960, sem esquecermos a efêmera e danosa experiência brasileira ocorrida nos fins do século XIX.

De fato, o que ocorreu foi que, com a edição da Lei n. 6.385, de 1976, alguns tipos de emissões feitas pelas companhias de capital aberto passaram à categoria dos valores mobiliários, independentemente da discussão ainda não resolvida sobre se seriam ou não títulos de crédito. Em verdade, o artigo 2º da Lei n. 6.385, de 1976, fala que “são valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei”, com isso se afastando da discussão ainda inconclusa sobre os títulos de emissão feitos pelas sociedades anônimas. Para o mundo dos valores mobiliários, tal pendenga sumiu de suas preocupações, inclusive porque o que era de interesse do setor produtivo, a certeza e liquidez do crédito, eram dados pela legislação processual civil.

Ressalvadas as discussões ainda existentes no meio acadêmico mais tradicional, ocorreu com essa mudança a diminuição das tentativas de se alargar o conceito de título de crédito, ganhando enorme preponderância, como se verá mais adiante, a conceituação do que seja valor mobiliário — isso porque, com o advento da lei que normatizou o mercado de valores mobiliários, o termo “valor mobiliário”, muito embora então não definido nem classificado, adquiriu foro de cidadania, o qual foi definitivamente estabelecido com a criação de uma autarquia federal denominada Comissão de Valores Mobiliários.

13. Vide, na doutrina francesa: MORANDIÈRE, Leon Julien de la. *Droit Commercial*. Paris: Dalloz, 1965, cap. 3, p. 627, que se refere aos “valeurs mobilières”; RIPERT, George. *Droit Commercial*. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1963, cap. 1, título 1, p. 768, ao discutir o “régime juridique des valeurs mobilières”. Na Bélgica: VAN RYN, Jean; HEENEN, Jacques. *Principe de Droit Commercial*. Bruxelas: É. Bruylant, 1976 — ao discorrerem sobre a teoria geral dos títulos negociais, abre-se no título 4, p. 304 et seq., uma subdivisão para os *valeurs mobilières*. No Direito inglês, bem como no norte-americano, há uma nítida diferença entre os termos “securities” (que correspondem aos valores mobiliários) e “negotiable instruments”, estes últimos equivalentes aos *titres négociables* dos Direitos francês e belga, ao passo que as *securities* correspondem aos *valeurs mobilières*.

Entretanto, se a discussão se acalmara no que concerne ao mundo dos valores mobiliários, inclusive pelo fato de ter adquirido *status* e cidadania legal, é de se ter em consideração que há que se buscar as distinções entre esses dois mundos, principalmente no que tange à definição legal constante do artigo 887 de nosso Código Civil, já que ela pode ou não agasalhar um contrato de investimento como o *commercial paper*, desde que se distinga de uma nota promissória enquanto título de crédito.

Resulta, portanto, que é necessário confrontar o conceito de título de crédito com o de valor mobiliário para ver se é possível a construção de um sistema mais ajustado à atual realidade jurídica brasileira, mesmo chegando-se à conclusão de que o título pode transmutar-se de uma para outra categoria dependendo de sua inserção no mundo dos negócios. Para tanto, porém, é necessário que, anteriormente ao confronto, examinemos as duas posições em separado para, depois, em contraste com a construção anglo-saxônica, por nós adotada, verificarmos da possibilidade de extrairmos conceitos próprios.

Desta feita, será necessário analisarmos o conteúdo do Título VIII do Livro I da Parte Especial do Código Civil, que trata dos títulos de crédito. Este, em seu artigo 887, ressuscita e traz ao mundo legal a definição vivanteana construída ao final do século XIX. Assim, a lei brasileira estabeleceu que os predicados essenciais de um título de crédito são: (i) a materialização documental do direito obrigacional creditício que nele deverá estar inscrito; (ii) desde que preenchidos os requisitos da lei.¹⁴

Nesse contexto, o título caracteriza-se: (i) pela integralidade da obrigação, ou seja, a obrigação existente é a expressa no documento, não se considerando a relação preexistente à sua emissão; e (ii) pelo fato de o direito do credor estar inserido no título, independentemente da relação entre o eventual credor anterior e o devedor. Da conceituação decorre que, doutrinariamente, são elementos fundamentais na caracterização do título de crédito a literalidade da obrigação e a autonomia do direito dos sucessivos credores.

Uma vez caracterizado o título de crédito, restou aos juristas a difícil tarefa de demarcar seu campo de abrangência, ou seja, quais títulos seriam suscetíveis da caracterização como “títulos de crédito”¹⁵ e quais outros que em seus qualifi-

14. “O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”.

15. J. X. Carvalho de Mendonça diz que: “é difícil categorizar os títulos de crédito, sem deixar ensanchas à crítica. Diremos mais, é tarefa quase desanimadora. Precisamos, entretanto, tomar uma orientação qualquer que seja, para a exposição do relevante assunto. Encerrando assim o problema e como andamos em terreno cheio de desvios e surpresas, estabelecemos duas ordens daqueles títulos: 1ª) Os títulos de crédito propriamente ditos, nos quais se atesta uma operação de crédito (n. 458 supra), figurando entre eles os títulos da dívida pública, as letras de câmbio, os *warrants*, as debêntures, etc.; 2ª) Os títulos de crédito impropriamente ditos, nos quais ainda que não representem uma operação de crédito, se encontra a par de sua literalidade e autonomia, *id quod quacumque causa debeat* (n. 459 supra).” (CARVALHO DE

cativos não caberiam e, como conclusão, o porquê da diferenciação. Nessa busca demarcatória, não é inverídico afirmar-se que a história dos títulos de crédito, na doutrina brasileira, se divide em antes e após Cesare Vivante.

Antes dele os comentadores brasileiros cingiam-se ao Código Comercial, que se referia a “papéis de crédito”, sem qualquer sistematização razoável. Coube ao comercialista italiano o mérito de tentar construir a teoria unitária dos títulos de crédito, segundo a qual todos os títulos nominativos, ao portador ou à ordem, seriam dotados de características comuns. A histórica e elegante construção parte da definição segundo a qual “o título de crédito é o documento necessário para se exercitar o direito literal e autônomo que nele é mencionado”¹⁶ Tal colocação, que à época foi bastante aplaudida, como nos conta o próprio Vivante,¹⁷ pressupõe que o elemento essencial, qual seja, a circulabilidade autônoma do direito que do título emana, existe em função de ser este não só um instrumento de pagamento, mas, principalmente, um instrumento de crédito.¹⁸

Vivante legou aos juristas brasileiros a divisão dos títulos de crédito em quatro categorias distintas, a saber: (i) os títulos de crédito propriamente ditos, (ii) títulos de crédito que servem para a aquisição de direito real, (iii) títulos de crédito atributivos da qualidade de sócio; e (iv) títulos de crédito que dão direito à prestação de serviço.¹⁹

Porém, nota-se que, inclusive entre nós, toda a teoria dos títulos de crédito foi composta em função de seu mais antigo e, à época, mais importante membro, qual

MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963, v. 5, parte 2, p. 55, item 463).

16. Veja-se Cesare Vivante, segundo o qual “*Il titolo di credito è un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autonomo che vi è menzionato*”. (VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. Milano: Francesco Vallardi, 1929, v. 3, p. 123).

17. Conforme transcrição do próprio Vivante, ao se reportar a afirmativa de Cammeo (CAMMEO, Federico. *Titoli del debito pubblico e la competenza sulle relative controversie*. Whitefish: Kessinger, 2010), que “*Uno dei tratti più felici dell'opera del Vivante è quello de aver fatto posto ai titoli nominativi nella teoria dei titoli di credito*”. Também, no mesmo sentido a citação de Thaller, transcrita por Vivante, segundo a qual “*C'est à la généralisation des titres fiduciaires de toutes nature que le tarité doit son generalité et son merit de tout premier ordre. On jugera par les citations suivantes de l'avantage que nous trouverions aussi en France à constituer une doctrine de synthèse reunissant à la fois les titres nominatifs, à lordre et au porteur dans une même raisonnement*”. (VIVANTE, Cesare. Op. cit., v. 3, p. 164, nota 3).

18. Confira-se ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, aula 4, p. 108.

19. VIVANTE, Cesare. Op. cit., p. 155, item 987, segundo o qual: “*Il titolo di credito potrebbero anche distinguirsi secondo il loro contenuto in quatri gruppi: a) titoli di credito propriamente detti, che danno diritto ad una prestazione di cose fungibili, in merci o in denaro, come gli ordini in derrate, le cambiali, le cartelle fondiari; b) titoli che servono all'acquisito di diritti realli sovra cose determinate, come le polizze di carico, le lettere di ventura, le fedi di deposito, le note di pegno; c) titoli che attribuiscono la qualità di socio, come le azioni; d) titoli che danno diritto a qualche sevigio, come il biglietti di viaggio o di trasporto. Ma a la dottrina dei titoli di credito è indifferente a questo diverso loro contenuto, perchè si occupa di essi soltanto dopo che furono emessi in vista della loro circolazione*”.

seja: a letra de câmbio.²⁰ Tal construção já mereceu inclusive reparos de Ascarelli no que diz respeito às ações emitidas por sociedades anônimas.²¹ Porém, na medida em que a legislação de 1976 classificou alguns títulos de emissão pelas sociedades anônimas, temos que o problema ficou semanticamente resolvido por sobreposição ao conceito vivanteano, mas sem resolvê-lo didaticamente.

A adoção irrestrita da divisão vivanteana por nossos juristas não levou em conta que o mundo empresarial italiano de sua época tinha em mente que as ações, enquanto os títulos de crédito, eram, na realidade do início do século XX, de emissão restrita ou em quantidade relativamente pequena. O fenômeno associativo, então já plenamente desenvolvido no mundo anglo-saxônico, era de existência restrita na cultura latina de fins do século XIX. Hoje, entretanto, o acesso à poupança privada, em consequência do desenvolvimento do mercado de capitais, criou a possibilidade de emissões bastante volumosas, quer dos “títulos de crédito próprios”, como as debêntures ou os *commercial papers*, quer dos “impróprios”, como as ações ou as debêntures de renda variável.

A pulverização dos “credores”, dentro de uma mesma relação obrigacional associativa ou creditícia, nascida e regrada pelo Direito Cartular, retirou parcialmente a autonomia que originalmente se concebeu como característica fundamental dos títulos de crédito. A relação originária,²² nos títulos de massa, pode, em determinadas circunstâncias, ser alterada sem consentimento do credor, através de uma

20. VIVANTE, Cesare. Op. cit., p. 123, item 953: “*Se dice che il titolo è il documento necessario per esercitare il diritto, perchè fino a quando il titolo esiste, il creditore deve esibirlo per esercitare ogni diritto, sia principale sia accessorio, che esso porta con sé e non si può fare alcun mutamento nella portata del titolo senza annottarlo sovra di essa*”. Também à p. 129, item 959: “*All'opposto il titolo ha una influenza essenziale sulla sorte del credito, cosicchè il credito non se transmite efficacemente se non se transmite il titolo, il credito non se può esigere se non si presenta il titolo; finchè il titolo esiste, esso è il segno imprescindibile del diritto. Il credito esiste nella misura determinada dal titolo: nessuna eccezione. Nessuna limitazione può restringerne la portata contraddicendo alla sua parola, che fondò la legittima aspettativa del suo possessore: ogni ato giuridico intenso a restringere la portata del titolo, come il pagamento parziale del credito, deve risultare dal titolo*”.

21. A divisão entre títulos de crédito próprios e impróprios partiu do reconhecimento de que as ações não seriam, a rigor, títulos de crédito, mas documentos atributivos da qualidade de sócio. Muito embora, somente no que diga respeito ao aspecto circulatório, a ação ao portador, hoje não mais permitida pela lei, não se comporte como um título de crédito, mesmo porque ela não nasceu e nem existe em função de uma relação creditícia, mas demonstrativa da qualidade de sócio, cujos direitos, inclusive de eventuais créditos se encontram contemplados nos estatutos sociais. Na ação nominativa, ademais, a emissão do título não cria direito, sendo este existente a partir da anotação feita no livro de registro de acionistas, e segundo o contido nos estatutos sociais da companhia. Deve se ressaltar que a oposição que se faz no Brasil, quanto às ações nominativas, não tem a mesma substância no Direito italiano, já que naquele as ações nominativas são necessariamente emitidas, sendo transmissíveis por endosso. Confira-se ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Op. cit., p. 133, nota 2.

22. ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. Op. cit., aula 4, p. 130-131.

decisão majoritária ocorrida em assembleia geral de acionistas, de debenturistas ou de cotistas de dado fundo de investimento.

Ou seja, a relação cartular não é mais literal nem relevante, e a relação obrigacional pode ser alterada sem a vontade do credor vencido pelo voto da maioria. Passa a inexistir a literalidade do título e, cada vez mais, nem mesmo a cártula necessita existir para que o direito se materialize.²³

De outro lado, os títulos emitidos por uma sociedade, sejam de participação, sejam de empréstimo, bem como os seus subprodutos, resultam de um contrato — este será ou o contrato social, no caso das ações, ou a escritura de emissão, na hipótese de debêntures. Tal situação contraria a teoria dos títulos de crédito, segundo a qual o direito autônomo, oriundo da promessa cambial, é entendido como um ato unilateral do subscritor, e não como obrigação oriunda de vínculo contratual entre o emitente e o tomador. A cártula é o contrato. Assim, quer em relação às ações, de maneira específica, quer em relação aos títulos de emissão em massa, em geral, a construção da teoria dos títulos de crédito, toda ela é baseada no desenvolvimento histórico das cambiais, o qual passa a sofrer uma incompatibilidade ao analisarmos o conceito de “valor mobiliário”.

Tal inadequação é mais patente ao estudarmos os certificados de depósito, a ação escritural, o bônus de subscrição, etc., em face da estrutura vivanteana e dos requisitos formais para a existência do título de crédito.²⁴ A escrituralidade dos valores mobiliários veio a colocar um grande empecilho na busca por fazer

23. Mesmo os que se opunham a Vivante, por meio da “teoria da criação”, não desenvolveram instrumentos que hoje seriam hábeis para classificar os valores mobiliários existentes. Para tanto, confira-se REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de Direito Comercial*: estudos e pareceres São Paulo: Saraiva, 2010, p. 299, item 511, segundo quem: “essa teoria tem como paladinos Siegel e Kuntze, seguidos por Bruschetinni, Navarrini e outros. O direito deriva da criação do título. O subscritor dispõe de um elemento de seu patrimônio; fez para a vida o que por um testamento faria para efeito *post mortem*: dispôs dos próprios bens. O título é como o testamento: tem valor próprio, dispensa e lhe repugna o acordo de vontades. O emissor fica ligado à sua assinatura e obrigado para o futuro portador, credor eventual e indeterminado. Mas só com o aparecimento desse futuro detentor é que nasce a obrigação.” Para maior aprofundamento leia-se BONELLI, Gustavo. *Appunti sulla natura giuridica dei titoli di credito: parte prima. Rivista di Diritto Commerciale*. Milano: Vallardi, v. 6, n. 6, p. 513-549, 1908. Para a classificação alemã, leia-se PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Rio de Janeiro: Henrique Cahen, 1947, §§ 3.733 a 3.742, em que analisa os títulos de crédito.

24. Segundo João Eunápio Borges: “termo final de lenta evolução, o título de crédito para exercer com eficácia sua função, deverá satisfazer os dois requisitos seguintes: a) que a aquisição do documento determine a aquisição do direito nele consignado; b) que a sua posse seja necessária e, às vezes, suficiente para o exercício do direito dele resultante” e, mais adiante, “se o documento, porém, for um título de crédito, será ele sinal imprescindível do direito que nele se contém, de tal forma que: I- o direito não existe sem o documento no qual se materializou; II- o direito não se transmite sem a transferência do documento; III- o direito não pode ser exigido sem a exibição e a entrega do título ao devedor que satisfaz a obrigação nele prometida; IV- o adquirente do título não é sucessor do cedente, na relação jurídica que o liga ao devedor; mas investe-se do direito constante do título, como credor originário e autônomo”. (BORGES, João Eunápio. *Títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Forense, 1971, cap. 1, p. 9-10).

perdurar a tentativa acadêmica para manter o mundo dos valores mobiliários dentro do figurino novecentista dos títulos de crédito. Esse constrangimento foi parcialmente satisfeito por outro invento da técnica, qual seja, a assinatura eletrônica criada em 2001.

Essa discrepância entre o conceito e a realidade foi mitigada quando da discussão parlamentar do projeto do Código Civil, quando à última hora é aprovada a Emenda Mauro Rodrigues Penteadó,²⁵ a qual prevê a emissão em grande número de títulos de crédito por mecanismo informático, desde que observados os requisitos mínimos contidos no artigo 889, quais sejam: a data de emissão, os direitos concedidos e a assinatura do emitente.

Já no mundo dos valores mobiliários, fruto direto do desenvolvimento do mundo da informática, até mesmo os títulos deixaram de ser emitidos, na medida em que as cártulas então existentes passaram a ser representadas pela escrituração eletrônica, cuja movimentação passou a ser controlada por instituição financeira escolhida pela lançadora do valor mobiliário. Desta feita, a venda e compra é hoje objeto de mero débito e crédito na escrituração contábil da instituição financeira contratada para manter o registro dos acionistas, recebendo o investidor periodicamente um extrato das respectivas movimentações.

1.2.3 As tentativas nacionais de adaptação das emissões societárias à teoria dos títulos de crédito

Entretanto, já na década de 1930 para 1940 tenta-se adequar a construção vivanteana à cambiante realidade. Essa tentativa foi empreendida por Tullio Ascarelli, discípulo de Vivante e então entre nós residente, para quem a emissão dos títulos de massa já era uma realidade palpável. Para ele, os títulos de massa seriam aqueles de emissão de longo prazo e relacionados com as bolsas de valores. Tal construção, que denota a tentativa de adequar a teoria a uma realidade que havia se transformado, tem como pedra basilar o prazo de emissão do título.

Ora, as debêntures, que chegaram a ser caracterizadas pela doutrina brasileira como títulos de crédito, podem ser emitidas a prazos variáveis desde o Decreto n. 177-A, de 15 de novembro de 1893. De outro lado, já no fim do século XX, a Comissão de Valores Mobiliários passou a permitir a emissão de *commercial papers* pelas sociedades por ações, possibilitando a emissão de títulos necessariamente de curto prazo. Ou seja, o prazo é irrelevante para qualquer

25. Art. 889, § 3º: "O título de crédito poderá ser emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente, observados os requisitos mínimos previstos neste artigo".

classificação, visto que depende da vontade dos emitentes e tomadores do valor mobiliário ofertado.²⁶

Também é inservível a distinção feita entre os títulos de massa e os singulares, segundo a qual os primeiros se caracterizariam pela emissão de muitos títulos, sujeitos a uma regulamentação comum e emitidos em uma única operação.²⁷ Primeiro, porque "muitos"; segundo a expressão utilizada por Tullio Ascarelli, não é palavra cientificamente reveladora de nada. Segundo, porque um comprador pode emitir "muitas" notas promissórias a um mesmo vendedor, com a cláusula de impossibilidade de redesconto das mesmas; neste caso, embora muitos títulos de crédito tenham sido emitidos, não se criou um título de massa — isto porque um título de massa deve levar em consideração a massa de tomadores e não o volume de títulos emitidos.

Com o aparecimento, na legislação brasileira, da expressão "valores mobiliários", os doutrinadores nacionais passaram, à época, a se preocupar em estabelecer definições mais atualizadas e condizentes com a nova realidade, visto que já não era tão nova a utilização do vocábulo entre nós.²⁸ Na conceituação, voltou-se ao exame da doutrina francesa, que, como já foi apontado, utiliza-se da expressão "valor mobiliário", e segundo a qual este seria o título de crédito negociável, representativo do direito de sócio, ou mútuo a longo prazo, chamado também de "título de bolsa" — muito embora nem todos os títulos sejam em bolsa negociados.²⁹ Tal conceituação é transcrita com ressalvas tendo em consideração que não necessariamente o prazo longo seja revelador de uma categoria distinta, muito menos que o fato de o título ser negociado fora de bolsa o descaracterize como valor mobiliário.

Como foi acima apontado, a individualidade caracterizadora dos títulos de crédito, para alguns autores, seria o volume de títulos emitidos; para outros, seria o prazo que medeia entre a emissão e o resgate. Já vimos que tais categorias não

26. Vide ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Op. cit., principalmente p. 9, nota 7, e p. 312.

27. ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Op. cit., p. 311, n. 24: "podem-se distinguir títulos emitidos em massa, isto é, em série, e títulos individuais, isto é, emitidos singularmente. No primeiro caso, a uma única operação corresponde à emissão de muitos títulos regulados por uma disciplina comum e envolvendo, cada uma delas, direitos idênticos. Isso se dá com as ações, as obrigações e os títulos da dívida pública."

28. Vide BULGARELLI, Waldírio. Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito. *Revista de Direito Mercantil*, n. 37, p. 94-112, jan./mar. 1980; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de *security* no Direito norte-americano e o conceito análogo no Direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, v. 13, nova série, n. 14, p. 41-60, 1974; COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 17-19; COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 111.

29. RIPERT, George. *Droit Commercial*. Op. cit., item 1.680, p. 768.

servem para demarcar o campo caracterizador do valor mobiliário. Uma terceira hipótese apontada à época seria a condição de fungibilidade dos valores mobiliários, situação não encontrável nos títulos de crédito.³⁰ 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 fungibilidade seja o elemento caracterizador; temos que a debênture — classicamente catalogada como título de crédito —, poderia ser recusada a adentrar a categoria dos valores mobiliários; e as ações ao portador custodiadas, quando isso ainda era permitido pela legislação brasileira, seriam consideradas como títulos de crédito, já que dotadas da característica da fungibilidade. Ou seja, a ação seria ou não título de crédito dependendo da classe então adotada pela companhia emissora ou pelo acionista.

Parece, entretanto, que a fungibilidade poderia ser um dos critérios, mas não será o critério solitário que distinga o valor mobiliário de outra categoria de bens, visto ser a fungibilidade uma categoria funcional que aproveita a outros valores que não somente os mobiliários.³¹ A quarta possibilidade distintiva dos valores mobiliários, em face dos títulos de crédito, seria a caracterização dos últimos como instrumentos de pagamento ou de prestação, e aos primeiros como contratos de investimento.³²

O que resultava claro da análise das tentativas de classificação dos valores mobiliários que então se começava a fazer é que o grau de incertezas era muito superior ao desejável.³³ A incerteza advinha da tentativa de compatibilização de duas estruturas distintas. De um lado, temos o fato de que o conceito e a categorização dos títulos de crédito existentes são peculiares ao sistema legal italiano, por nós copiado ou absorvido na primeira metade do século passado e reafirmados

30. COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*. Op. cit., p. 18: "dessa homogeneidade dos valores mobiliários, em cada série de emissão, decorre a característica de sua fungibilidade, ausente nos títulos de crédito".

31. Tal distinção teve sua importância reduzida por Giuseppe Ferri, ao afirmar que: "*La diferencia es recogida por la doctrina más reciente, sin que se atribuya por otro lado, relevancia sustancial con referencial al concepto de título de crédito: en general se limita a destacar la fungibilidad propia de los títulos individuales y la posibilidad de una unión en un título múltiplo o de fraccionamiento, que se da en los primeros y no en los segundos.*" (FERRI, Giuseppe. *Títulos de crédito*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1965, p. 6, nota 3).

32. COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*. Op. cit., p. 19.

33. DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Pioneira, 1979, p. 36-37. "[...] a ação da sociedade anônima? Seria ela um título de crédito ou um "valor mobiliário". Ou, antes ainda, os valores mobiliários são títulos de crédito? Parece-nos importante assinalar, desde logo, que os valores mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo — se é que se possa falar assim —, é que os valores mobiliários assumam, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. [...] Mas, como é óbvio, não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos valores mobiliários".

pelo Código Civil em seu artigo 887. De outro lado, o conceito de valor mobiliário constante das sistemáticas jurídicas francesa e, principalmente, norte-americana, foi por nossa legislação absorvido a partir da segunda metade da década de 1960.

Ou seja, se de um lado existe a dificuldade conceitual *de per se*, de outro, a absorção de dois sistemas incompatíveis entre si resultou, à época, num desgastante, porém inútil, esforço de compatibilização conceitual. Se a classificação abrangente dos títulos de crédito, desenhada unitariamente por Vivante, é incompatível com as classificações contemporâneas dos sistemas jurídicos não italianos, o mais sensato, como se verá adiante, será abandonarmos totalmente a camisa de força que voluntariamente alguns tentam continuar a vestir, para buscarmos, como o fizemos, um figurino mais confortável à época em que vivemos e à economia que praticamos ou que queremos incentivar.

Tal não se deve a um injusto menosprezo ao esforço do passado, mas sim ao fato de que, na sistemática legal brasileira, ao se adotar o modelo italiano do fim do século XIX e início do século XX, não se levou em conta, no mais das vezes, o aspecto fundamental que fez dos títulos de crédito o grande instrumento na circulação de bens e do crédito: a liquidez e certeza que esses títulos carregam, já que dotados de execução específica. Ocorre que a execução específica é objeto de lei processual civil,³⁴ não sofrendo a influência do Código Civil.

Assim é que, pelo artigo 585 do Código de Processo Civil, a debênture goza de liquidez e certeza em sua relação creditícia, muito embora não tenha necessariamente uma cártula, muito menos tenha seu conteúdo obrigacional nela inscrito, mas sim no prospecto e na escritura de emissão, sendo esse relacionamento alterável pela maioria dos debenturistas e com a concordância da companhia emitente. Ou seja, não é necessária a discussão infinda para se saber se a debênture seria ou não considerada como um título de crédito, já que a lei processual lhe deu a

34. "Art. 585 - São Títulos executivos extrajudiciais: I - a letra de câmbio, a nota promissória, a debênture e o cheque; II - a escritura pública assinada pelo devedor, o documento particular assinado pelo devedor e por duas testemunhas, o instrumento de transação referendado pelo Ministério Público ou pelos advogados dos transatores; III - os contratos garantidos por hipoteca, penhor, anticrese e caução, bem como o seguro de vida; IV - o crédito decorrente de foro ou laudêmio; V - o crédito, documentalmente comprovado, decorrente de aluguel de imóvel, bem como de encargos acessórios, tais como taxas e despesas de condomínio; VI - o crédito de serventário de justiça, de perito, de intérprete, ou de tradutor, quando as custas, emolumentos ou honorários forem aprovados por decisão judicial; VII - a certidão de dívida ativa da Fazenda Pública da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, correspondente aos créditos inscritos na forma da lei; VIII - todos os demais títulos a que, por disposição expressa, a lei atribuir força executiva. § 1º - A proposição de qualquer ação relativa ao débito constante de título executivo não inibe o credor de promover-lhe a execução. § 2º - Não depende de homologação pelo Supremo Tribunal Federal, para serem executados, os títulos executivos extrajudiciais, oriundos de país estrangeiro. O título para ter eficácia executiva, há de satisfazer aos requisitos de formação exigidos pela lei do lugar de sua celebração e indicar o Brasil como lugar de cumprimento da obrigação."

característica necessária e suficiente para dar ao crédito por ela representado as características de liquidez e certeza.

Resumidamente, constata-se que as dificuldades teóricas tiveram início com as divergências acadêmicas, produzindo a confusão dogmática, levando a que juristas de prestígio iniciassem um infundável debate, tentando fazer caber os novos e os antigos instrumentos creditícios ou associativos, dotados de vida própria, em gêneros e subgêneros da espécie títulos de crédito. Certamente, o debate não teve o condão de cercear o andamento da criatividade e do crescente aumento dos atos de negócio, mas teve o poder de reter o mundo doutrinário afastado do mundo real, bem como o de desviar parcialmente o esforço intelectual para uma disputa então inconclusa.

Mas a beleza e utilidade da cambial pura permaneceram íntegras, já que essa simples cártula foi capaz de criar um documento dotado de certeza do direito nele inscrito (literalidade), de dar a transportabilidade do crédito nele contido, bem como de criar um mecanismo simples, porém eficiente, quanto à transmissibilidade de seu direito, não se reportando às razões existentes entre o emitente e o credor. A engenhosidade do título de crédito é que ele é o próprio contrato, que, para sua validade, só alguns poucos requisitos dele se exigem. Ou seja, o grande trunfo do título, bem como sua rápida e enorme aceitação, decorreu de sua simplicidade e da eficiência na criação e transmissão do crédito. É nesse contexto que coloco a célebre definição de Vivante, que, de forma precisa, condensou as características originais e virtudes do título.

1.2.4 O título de crédito no Código Civil

Com a vigência do Código Civil de 2002, os títulos de crédito passam a contar com um bloco de regras gerais, mantidas ainda as normas especiais referentes a situações específicas, como, por exemplo, as referentes aos *warrants*, aos certificados de depósito bancário, à própria letra de câmbio, etc. A aceitação do Título VIII do Livro I da Parte Especial do nosso Código Civil não foi pacífica entre os doutrinadores brasileiros. Isso porque trouxe para dentro do Código, em seu artigo 887, quase que literalmente, a célebre definição vivanteana segundo a qual “o título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”. Essa repetição em lei, que já era combatida por Ascarelli ao comentar o mesmo dispositivo do Código italiano, também foi tida por tautológica por nossos comercialistas.³⁵

35. Newton de Lucca, em seus Comentários ao Código Civil, nos aponta a perplexidade inicial trazida por Tullio Ascarelli e por Fábio K. Comparato quanto ao conteúdo do artigo 887, sendo que este último nos dá conta

Ou seja, ao comandar que o título de crédito tem como pressuposto necessário à sua validade a literalidade, para poder gozar da autonomia do direito/obrigação nele inscrito, limitou, enquanto proposição generalista, o alcance do preceito. Isso porque, pelo *caput* do artigo, o título de crédito deve conter necessariamente a data da emissão, o direito creditício concedido e a assinatura do emitente. Da definição legal resulta que todo o conteúdo obrigacional, bem como os direitos do credor, necessariamente têm que estar inscritos na cártula. O outro requisito essencial é a assinatura do emitente constante do próprio título de crédito, que seria um dificultador na emissão de maior vulto, conforme previsto no parágrafo 3º do artigo 889. Tal empecilho hoje pode ser vencido na medida em que já foi regulamentada a assinatura digital. A assinatura, que se pressupunha ser feita de próprio punho, passou também a ser admitida legalmente se feita na forma eletrônica, conforme faculdade criada pela Medida Provisória n. 2.200, de 2001.

Mas se, de um lado, o Título VIII do Livro I da Parte Especial do Código Civil, concernente aos títulos de crédito, teve o condão de desagradar a importantes doutrinadores, teve, de outro lado, o condão de demarcar ainda mais fortemente o campo que separa os títulos de crédito dos valores mobiliários, principalmente após a vigência da Lei n. 10.303, de 2001, ao eleger os contratos de investimento coletivo como fato caracterizador do valor mobiliário.

Assim é que o título de crédito necessariamente implica a emissão da cártula, sendo que os direitos e obrigações exigíveis são somente os lá inscritos e dentro do permitido pelo Código Civil. Os valores mobiliários têm direitos e garantias constantes do prospecto de emissão, do estatuto social, das assembleias gerais de seus portadores, ou da escritura de emissão, conforme seja o caso. Os valores mobiliários não necessitam da emissão da cártula, mas a prova de investidor se

daquilo que Ascarelli denominou de tautologismo em relação à definição, então já constante do Código Civil italiano, nos seguintes termos: “Ascarelli aplicou essa distinção conceitual, pela primeira vez, no artigo ‘Sul Concetto di Titoli di Credito e Sulla Disciplina Del Titolo V Libro IV del nostro Codice’, publicado em Banca, Borsa e Titoli di Credito, em 1954, num fascículo em homenagem a Gaicomo Molle [...]. Sustentou, então, que o conceito de ‘título de crédito’, tal como definido por Vivante, resumia o conjunto de elementos comuns a certos documentos jurídicos, disciplinados em lei. A partir do momento em que o legislador adotou esse conceito em ‘disposições gerais’, comuns a todos os títulos de crédito em espécie, das duas uma: ou ele repetiu, simplesmente, sob a forma genérica, as regras próprias de cada um dos documentos doutrinariamente considerados ‘título de crédito’ — o que é uma inutilidade, em texto de lei — ou então, caso se esteja permitindo a ‘criação’ de títulos de crédito atípicos, inominados, o legislador suscitou um autêntico círculo vicioso: essas disposições gerais se entendem aplicáveis aos ‘títulos de crédito’, e ‘título de crédito’ é uma expressão que designa os documentos disciplinados por essas disposições gerais. Ascarelli voltou ao assunto com maior vigor, em ‘Il Problema Preliminare dei Titoli di Credito e la Logica Giuridica’ [...].” Vide DE LUCCA, Newton. Dos títulos de crédito. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). Comentários ao Código Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 124.

faz pela inscrição no respectivo livro de registro da companhia ou do fundo de investimento coletivo.

Também temos que os valores mobiliários são, por natureza, contratos de investimento coletivos, enquanto os títulos de crédito são somente instrumentos representativos de dívida, servindo como tais na execução em caso de inadimplemento da obrigação. Além do fato de que, por mandamento legal, os títulos de crédito podem ser emitidos ao portador, ao passo que os valores mobiliários necessariamente têm que ser emitidos na forma nominativa.

Finalmente, a distinção passou a existir no campo legal, quando, com a criação da CVM, determinados tipos de investimento emitidos pelas companhias passaram a ser tidos por valores mobiliários, conforme o constante do artigo 2º da Lei n. 6.385, de 1976. Posteriormente, foi acrescida mais uma possibilidade de inclusão no mundo dos valores mobiliários, por meio da adoção no mundo legal brasileiro do conceito de contrato de investimento coletivo, o qual será analisado mais adiante.

Desta feita, perdeu qualquer sentido a discussão sobre se determinados títulos — tais como as ações, as debêntures ou os *commercial papers* — são enquadráveis como título de crédito ou como valor mobiliário. Mas, embora o conceito de contrato de investimento coletivo não seja pacífico, como adiante se verá, pelo menos ficou superada a questão da dicotomia entre os títulos de crédito e os valores mobiliários, restando, ainda, a discussão, fundamentalmente na Europa continental, quanto à eventual distinção com relação aos *effets de commerce* e aos demais títulos de investimento ou de garantia creditícia.

Assim, hoje, pelo menos no que tange aos valores mobiliários emitidos e colocados publicamente, inexistente mais a dúvida ou discussão para sabermos se determinada emissão é classificável como título de crédito próprio ou impróprio. Na medida em que ele conste do elenco de situações específicas incluídas no artigo 2º da Lei n. 6.385, de 1976, é, para efeitos do mundo legal, um valor mobiliário, regendo-se por regras próprias presentes na Lei das Companhias (Lei n. 6.404/1976), na Lei n. 6.385/1976, no regramento baixado pela Comissão de Valores Mobiliários, pelo Banco Central ou pelo Conselho Monetário Nacional. A liquidez e certeza do crédito eventualmente dotada ao valor mobiliário não advém do constante do Título VIII do Livro I da Parte Especial do Código Civil, mas de legislação específica, conforme a norma atributiva de tal qualidade às debêntures.

Assim, nada impede que exista um mesmo título que possa se comportar como título de crédito ou como valor mobiliário — claro está que não ao mesmo tempo ou ao sabor da conveniência do emitente ou do credor. Se o papel for emitido somente enquanto documentação de dívida, se não for objeto de oferta pública por parte do emitente aos tomadores, pertencerá ao mundo dos títulos de crédito. Entretanto, se a ele se agregar a expectativa de lucro, transformando-o por tal em

um contrato de investimento, então estaremos no domínio da legislação concernente aos valores mobiliários.

Assim, são valores mobiliários aqueles definidos por lei — como as ações, as debêntures, os demais certificados emitidos por sociedades por ações ou as cotas lançadas publicamente pelos fundos de investimento — e outros que venham a ser assim categorizados por preceito de igual hierarquia legal. Essa lista pode crescer, na medida em que agora não mais se trata de uma lista taxativa, mas de uma definição sujeita a várias interpretações, como foi a chegada dos contratos de investimento coletivo ao mundo dos valores mobiliários.

1.2.5 Efeito de comércio e valores mobiliários

A expressão “efeitos comerciais” foi importada entre nós do mundo jurídico francês; porém, lá como cá, a expressão englobava parte do universo do crédito dos empresários. Entre nós, ainda na vigência do Código Comercial de 1850, vamos encontrar todo o Título XVI da Parte Primeira voltado para a regulação das letras de câmbio, das notas promissórias e dos genéricos “créditos mercantis”. Mas, de forma dispersa pelo Código, vemos algumas outras denominações genéricas, tais como quando se encontra o termo “papéis de crédito, e outra qualquer espécie de valores” (artigo 10, IV); “letras, ou outros quaisquer papéis de crédito endossáveis” (artigo 54); “quaisquer papéis de crédito” (artigo 55), ou “é unicamente considerada mercantil a compra e venda de efeitos móveis ou semoventes, para revenda a grosso ou a retalho”, (artigo 191, 2ª parte). Ademais, o Título XVI, Capítulo II, criava nova hipótese, ao prever as “letras da terra”, que nada mais eram do que as letras de câmbio, as notas promissórias, “os escritos particulares ou crédito com promessa ou obrigação de pagar quantia certa, e com prazo fixo, a pessoa determinada ou ao portador”, com o qualificativo de serem emitidas e exigidas “na mesma Província” (artigos 425 e 426).

Assim, para o Código Comercial, os termos “créditos mercantis”, “papéis de crédito”, “letras”, “letras de câmbio” significavam o universo de papéis ou títulos usados na atividade empresária, aí entendida a prestação de serviços bancários, sendo destinados a transmitir crédito ou a criar obrigação creditícia entre o tomador e o prestador. É interessante notar que o artigo 427 do mesmo Código Comercial ainda abria uma possibilidade enorme para a criação de novos mecanismos de transferência de crédito ao dizer que “tudo quanto neste Título fica estabelecido a respeito das letras de câmbio, servirá de regra igualmente para as letras da terra, para as notas promissórias e para os créditos mercantis, tanto quanto possa ser aplicável”.

Em 1908 é publicado o Decreto n. 2.004, de 31 de dezembro, que trata da letra de câmbio, da nota promissória, bem como regula as operações de câmbio,

revogando todo o Título XVI do Código Comercial. No Decreto, a letra de câmbio passa a contar com requisitos mínimos para que dispusesse da presunção de liquidez e certeza, o mesmo ocorrendo com a nota promissória (artigo 54). Nesse sentido, o artigo 49 estabeleceu que “a ação cambial é executiva”, “podendo ser proposta contra um, alguns ou todos os coobrigados, sem estar o credor adstrito à observância da ordem dos endossos” (artigo 50). Pelo seu caráter de liquidez e certeza decorreu que, “na ação cambial, somente é admissível defesa fundada no direito pessoal do réu contra o autor, em defeito de forma do título e na falta de requisito necessário ao exercício da ação” (artigo 51). Neste mesmo decreto foi criado um novo título, qual seja, a duplicata, sob a curiosa denominação do Capítulo V do Título I, de “multiplicação da letra de câmbio”.

Assim, longe estávamos da busca de uma teoria unificada dos títulos de crédito, mas contávamos com títulos normatizados de forma específica — como a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata, letras da terra, etc. —; de outro lado, tínhamos os demais “créditos mercantis”, aos quais se aplicariam as regras gerais das obrigações cambiais.

É neste universo difuso que surgem os efeitos comerciais no mundo jurídico brasileiro, os quais:

se o Código [Comercial de 1850] não os denominava de títulos de crédito, como hodiernamente se chama, intitulava-os *papéis de crédito*, sendo completa a sinonímia. Na técnica bancária chamam-se *papéis negociáveis* aqueles cujo pagamento pode se contar como certo, em virtude das firmas que nele se contem. Estes papéis são de ordinário classificados em categorias, conforme a solvência mais ou menos absoluta destas firmas. Designam-se também sob o nome de *papéis à ordem* (subentendida de 1ª ordem, ou de ordem superior), isto é, fornecidos por casa de 1ª ordem.³⁶

A menção ao nome “efeitos comerciais”, enquanto sinônimo dos papéis de crédito, surge quando o Ministério da Fazenda cria a Alta Comissão Internacional, voltada ao estudo do relatório produzido pela Conferência Pan-Americana de 1915, buscando a criação de uma legislação uniforme concernente aos títulos de crédito, a qual colocou que “devemos desde logo manifestar que na expressão *papéis comerciais*, que não tem significação técnica especial, encontramos o intento de se referir a *efeitos comerciais*, que, no conceito geral, correspondem aos títulos em circulação, que se prestam ao desconto bancário: *letras, notas promissórias, cheques*”.³⁷

36. Vide CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*. Op. cit., v. 5, 2ª parte, p. 53.

37. Vide CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*. Op. cit., v. 5, 2ª parte, p. 52-53, nota 2.

Já na França, de forma distinta, desde o século XIX temos que o Direito francês subdividiu os títulos de crédito assim categorizados em dois grandes subgrupos, a saber, o dos *effets de commerce* e o dos *valeurs mobilières*, ambos pertencentes ao grupo maior dos *titres négociables*.³⁸ Há que se notar, entretanto, que os doutrinadores franceses, diferentemente dos italianos, não se preocupam em definir a categoria maior dos títulos negociáveis, mas sim a das subespécies. Com tal método, o processo de classificação aparentemente ficou mais suave, tendo em vista que os títulos podem tentar se acomodar em duas categorias distintas, nenhuma delas considerada como agasalhadora de “títulos impróprios”. Entretanto, a doutrina francesa vinculava o conceito de valor mobiliário ao de título associativo ou ao de empréstimo de longo prazo. De outro lado, parte da doutrina agrega ao critério temporal a necessidade de cotação em bolsa de valores.³⁹

O que se verifica da leitura da colocação de Lyon-Caen e Renault é que, muito embora a sistemática francesa fosse menos ambiciosa do que a italiana, já que não se buscava uma síntese mais abrangente, categorizaram-se os valores mobiliários pelos qualificativos de serem emitidos em grande quantidade e negociados em bolsa de valores. Isso porque, quer no mundo societário francês, quer no italiano, não podemos imaginar que todas as sociedades anônimas emitissem ações “em massa” e, muito menos, que todas tivessem suas ações negociadas em bolsa de valores.

À dupla categorização de efeitos comerciais e valores mobiliários foi acrescida uma terceira espécie, a dos “títulos concretos”.⁴⁰ Como hipótese de trabalho, temos que efeitos comerciais são títulos negociáveis, que conferem um crédito incondicional, de soma de dinheiro, em virtude de seu estatuto jurídico como instrumento de pagamento (letra de câmbio endossável) ou de crédito (cheque nominativo ou

38. Já Lyon-Caen e Renault colocavam que: “Du reste, l'expression d'effets de commerce n'a pas un sens limité aux trois titres qui viennent indiqués. On peut comprendre les warrants et les titres qui, bien que valables en eux-mêmes, manquent de quelques unes des conditions volues pour constituer les lettres de change. Un caractère commun de ces titres, qui ont toujours pour objet une somme d'argent, est la simplicité de leur mode de transmission en même temps que l'énergie particulière des effets attachés à cette transmission. Aussi les appelle-t-on parfois, tout au moins les lettres de change et les billets à ordre, effets de circulation. [...] 5. Les effets de commerce ont des relations avec les opérations de change. Il en est ainsi spécialement de la lettre de change; c'est même de là que lui vient son nom. Mais il est à remarquer qu'aujourd'hui ce nom ne répond pas nécessairement la réalité, puisqu'il peut avoir lettre de change sans opérations de change”. Vide LYON-CAEN, Charles; RENAULT, Louis. *Traité de Droit Commercial*. 3. ed., Paris: Cotillon, 1898, t. 4, p. 2-3.

39. MORANDIÈRE, Leon Julier de la. *Droit Commercial*. Op. cit., p. 627, item 683: “caractères distinctifs — On appelle valeurs mobilières des titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, qui confèrent des droits associés ou créanciers identique pour une série de telle sorte que ses titres, d'ailleurs négociables suivant des modes du droit commercial, sont susceptibles d'une cotation collective, la cotation en Bourse.”

40. VAN RYN, Jean; HEENEN, Jacques. *Principe de Droit Commercial*. Op. cit., p. 269, item 1.280: “les titres négociable répond à des besoins très variés. Les uns instruments de payment ou de crédit; c'est sont des effets de commerce. D'autres facilitent les opérations commerciales sur des marchandises détenues par un titre (les titres concrets). D'autres enfin permettent de réaliser des placements des capitaux productifs d'un revenu périodique; ce sont les valeurs mobilières qui jouent ce rôle.”

ao portador, etc.). Os títulos concretos são títulos negociáveis, oriundos de um contrato em virtude do qual os títulos são emitidos ou a ele se referem; mas que, uma vez colocados em circulação, conferem a seu titular um direito próprio (o conhecimento marítimo, o *warrant*, etc.). Finalmente, os valores mobiliários são títulos negociáveis destinados a permitir a colocação de capitais, emitidos globalmente, em montante previamente fixado, e que conferem direitos idênticos, dentro da mesma série (de ações, partes beneficiárias, etc.).⁴¹

A dificuldade dessa divisão é que as letras de câmbio são mais utilizadas como instrumento de crédito do que como documento de pagamento. Com o desenvolvimento de atividades negociais como a *factoring*, que entre nós recebeu o nome de “faturamento”, o desconto de letras de câmbio e duplicatas irá passar a ser um instrumento de investimento se visto do lado do poupador. Assim, com o desenvolvimento do mercado de capitais, vários títulos que historicamente eram classificados como “efeitos comerciais” passam a se comportar, na realidade negocial, como títulos negociáveis que permitem a colocação de capitais, mas não necessariamente em série, de igual valor, remuneração ou prazo de vencimento. O que está ocorrendo é que o mercado financeiro, ao alargar o seu leito tradicional de relacionamento entre o empresário e o banqueiro, cria novos tomadores de risco, que são os detentores de poupança disponível e que se encontram no campo diferenciado do mercado de capitais.

Aceita a premissa de que a teoria dos títulos de crédito não se coaduna, em boa parte, com o desenvolvimento ocorrido no mercado de capitais e, de outro lado, apresenta grande dificuldade de compatibilização com o termo “valor mobiliário”, temos que a sistemática franco-belga, se bem que mais acurada, também não vem conseguindo manter sua inteireza. Isto porque não é verdadeira a afirmação de que há uma perfeita distinção entre os campos dos *effets de commerce* e dos *valeurs mobilières*, além disso, também não é real apontar como categorias absolutamente distintas a divisão entre os *negotiable instruments* e as *securities* dos Direitos inglês e norte-americano. Como já foi mencionado anteriormente, os *effets de commerce* podem ser considerados valores mobiliários, dependendo da forma como venham à luz.⁴²

Assim, se forem emitidos como instrumentos de investimento e crédito, e não como forma de pagamento, poderão adentrar no campo dos valores mobiliários, mesmo que o mercado criado para sua liquidez não seja o de bolsa. Claro está que

41. A classificação e as definições foram tiradas, quase que literalmente, da seguinte obra: VAN RYN, Jean; HEENEN, Jacques. *Principe de Droit Commercial*. Op. cit.

42. “*les effets de commerce sont des titres à ordre ou au porteur donnant à leur titulaire le droit de toucher une somme d'argent déterminé, à une échéance généralement prochaine. Ils sont essentiellement négociables et transmissibles par simples endossement, ou même par tradition manuelle.*” (CORNIOT, S. (Coord.). *Dictionnaire de Droit*. Paris: Dalloz, 1966, verbete *effets de commerce*).

instrumentos de pagamento, como o cheque, dificilmente poderão pertencer ao mundo do Direito como valores mobiliários. De outro lado, os *negotiable instruments*, que equivalem aos *effets de commerce*, são papéis emitidos por empresas, e suscetíveis de serem comercializados.⁴³

Porém os *negotiable instruments*, não dificilmente, são considerados como *securities* ou valores mobiliários. Ou seja, os *effets de commerce*, bem como os *negotiable instruments*, poderão se transmudar em *valeurs mobilières*, ou *securities*, caso sejam emitidos como instrumento de crédito e de investimento, e não mais como instrumento só de dívida. Porém, mesmo nesses sistemas legais o mundo dos valores mobiliários é cambiante, hoje de crescente utilização por conta dos efeitos comerciais ou papéis negociáveis.

Talvez a sistematização fique mais fácil se dividirmos os títulos em: (i) instrumentos de pagamento, não necessariamente negociáveis e emitidos para extinguir débitos; e (ii) instrumentos de investimento, suscetíveis de serem negociados, que visam, por parte do emitente, a obtenção de recursos, e, por parte do adquirente, a percepção de lucro.

Assim, mais do que diferenças estruturais, há a possibilidade de se encontrar variáveis funcionais. A classificação funcional, em servindo a seu propósito, é tão válida quanto a estrutural.⁴⁴ Historicamente, vemos que a evolução doutrinária dos títulos ou valores mobiliários não tem sido tão rápida quanto a ampliação do mercado no qual são emitidos e negociados. O surgimento dos títulos de crédito, valores mobiliários, *effets de commerce* — não importa qual a categorização que se dê — objetivou acelerar a circulação de bens e serviços, quer através de instrumentos de pagamento, quer por intermédio de papéis de crédito. Em ambas as situações, a estrutura dos títulos continua razoavelmente a mesma. No correr do tempo, o que mudou radicalmente foi o acesso ao prestador de poupança, na medida em que a “banca”, tomada no sentido italiano renascentista da palavra, tenha perdido o monopólio do crédito.

43. “*a general name for bills [...] letters of credit, and any negotiable securities. Any written security which may be transferred by endorsement and delivery or by delivery merely, so as to vest in the endorsee the legal title, and thus enable him to sue thereon in its own name. Or, more technically, those instruments which not only carry the legal title with them by endorsement or delivery, but carry as well, when transferred before maturity, the right of the transferee to demand the full amounts which their faces call for.*” (BLACK, Henry Campbell. *Black's Law Dictionary*. Union: Lawbook Exchange, 1991, p. 1.187, verbete *negotiable instruments*). O mesmo autor, ao definir *public securities*, à p. 1.522, diz que estas seriam “*bonds, notes, certificates of indebtedness, and others negotiable or transferable instruments*”.

44. “o problema dos títulos de crédito é, mais do que qualquer outro, um problema de técnica jurídica, pois com freqüência, a dificuldade não reside na interpretação da norma ou na individuação do fim visado pelo legislador, mas na coordenação da norma no sistema geral.” (ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Op. cit., p. 13).

Os títulos continuaram estruturalmente os mesmos, mas funcionalmente passaram a atuar em avenidas bem mais largas. Em tal contexto, é forçoso concluir que os valores mobiliários, inclusive na sistemática jurídica brasileira, devem ser examinados no contexto funcional em que atuam. Agregue-se a tal proposta o fato de que os valores mobiliários, enquanto objeto de nova legislação, quando da criação da Comissão de Valores Mobiliários, foram aceitos, como em outros sistemas jurídicos conhecidos, como categoria definida pela estruturalidade dos títulos existentes,⁴⁵ colocando-se, como consequência, sua jurisdição sob a ótica também da distinção funcional. Mas, se a distinção entre títulos de investimento e títulos de pagamento pode ser feita em razão da funcionalidade, fica ainda sem resposta o que caracteriza o comportamento do título dentro de uma ou outra categoria. Ou seja, o que é valor mobiliário?

1.3 A DISCUSSÃO NA ATUALIDADE

Hoje essa discussão perdeu seu sentido prático, mas aqui é colocada na tentativa de mostrar quão árdua e pedregosa foi sua caminhada. Também é ela importante para vermos que as buscas da síntese universal de determinado conjunto de coisas, quase sempre, termina com o surgimento de um terceiro gênero, como aconteceu com a adoção quase que como objeto de fé da teoria única dos títulos de crédito. Neste ponto, os franceses foram bem-sucedidos, na medida em que admitiam os efeitos comerciais, sem uma fronteira estreita quanto a sua definição, nem adotando uma lista fechada, e, assim, tiveram menos transtornos para defender algo indefensável.

Entre nós, as críticas de Ascarelli à definição de Vivante não foram suficientes para sanar as impropriedades da manutenção desta definição (como objeto de artigo de lei) em nosso ordenamento jurídico, mesmo passado mais de um século de mudanças no contexto jurídico-econômico.

Hoje, devido ao crescimento da importância de se estimular o surgimento de novas maneiras de coletar fundos junto ao público em geral, estão surgindo inúmeros mecanismos de aglutinação de poupanças com a finalidade de financiar um empreendimento coletivo. A partir desse momento, o que se torna vital para a comunidade é a existência de mecanismos que deem proteção à poupança privada, que mecanismos de gestão transparente sejam estabelecidos, que o nível de informação prestada ao eventual investidor seja adequado para que ele possa tomar sua decisão de investir ou não, que as negociações nos mercados secundários ocorram sem a utilização de mecanismos não equitativos, etc.

45. Vide artigo 2º da Lei n. 6.385/1976.

O mundo dos valores mobiliários tem agora seu universo próprio de atuação, com seu regramento específico e autoridade governamental designada para normatizar suas ações, bem como realiza um crescente fluxo internacional de recursos. Creio que ele está buscando cumprir o seu papel, mas isso não evitará que um número ponderável de trabalhos de mestrado e uns poucos de doutorado ainda venham a aprofundar ainda mais a busca da unicidade teórica dos títulos de crédito. Quanto a esses trabalhos, agora no campo do Direito dos Valores Mobiliários, tenho para mim que a busca da pedra filosofal será a tentativa de se definir, tal qual Vivante o fez, o que seja contrato de investimento coletivo. Mas estou certo de que o mundo dos negócios continuará a investir e a criar novos negócios, independentemente dos nossos achados acadêmicos.

1.4 POR QUE DEFINIR VALOR MOBILIÁRIO?

O valor mobiliário simboliza a exteriorização jurídica de um elo econômico — independentemente da existência de uma cártula —, o qual surge da relação obrigacional que une o poupador (credor) e o empreendedor (devedor) no investimento comum. Esta relação deve obedecer a forma estabelecida em lei e no contrato. Essa relação entre o ofertante do investimento e o público potencialmente subscritor tem grande capacidade de originar conflitos sociais, na medida em que as expectativas dos investidores sejam frustradas pela suspeita do não cumprimento da obrigação contratada, pela frustração do investimento ou pela constatação de que foram ludibriados em seus investimentos. Esse risco do desassossego social é tão mais intenso quanto maior seja o universo alcançado pela colocação dos valores mobiliários, bem como pela pulverização dos investidores em função de seu pequeno valor unitário.

É esse o motivo pelo qual os Estados tendem a estabelecer regras para regular o acesso à denominada “poupança popular”. Ao cabo, o que fazem os governos nada mais é do que estabelecer normas para que o relacionamento entre o investidor e o tomador se dê pela vontade livre de ambos, decidindo-se o primeiro após a análise de um fluxo de informações considerado ideal pela autoridade governamental. Em suma, o que buscam, ou deveriam buscar, as regulamentações estatais é o estabelecimento de regras que deem um tratamento equitativo para o estabelecimento do vínculo obrigacional entre o ofertante do valor mobiliário e o investidor.

Assim, o Estado, ao exigir que a oferta pública tenha que passar por seu crivo prévio de adequação às informações que julgue necessárias, antes de serem tornadas públicas, busca tornar obrigatório que os fluxos de informações sobre o investimento sejam aqueles minimamente necessários e suficientes para que o investidor julgue a conveniência de fazê-lo ou não, de mantê-lo ou não. A partir

da constatação da necessidade de tal política pública de proteção do investidor, terá o Estado que definir, necessariamente, esse seu campo de sua atuação específica; ou seja, terá que definir o que seja valor mobiliário para poder delimitar o seu campo de atuação. Isso significa que, para poder demarcar o âmbito no qual exercerá o seu poder de polícia, terá o Estado que necessariamente definir o objeto de sua atuação, vale dizer, definir o que seja valor mobiliário. Sem essa definição ou delimitação de seu campo de atuação, o Estado estaria agindo de forma ilegítima, na medida em que o seu poder de ação permissivo ou restritivo sempre decorre de norma legal.

O seu campo de atuação é desenhado pelos limites ou definições contidos no dispositivo de lei e nas interpretações finais da Administração Pública ou aquelas emanadas pelo Poder Judiciário. Entretanto, ao buscar definir o que seja valor mobiliário, a norma legal terá que saber previamente quais os instrumentos de acesso à poupança popular ela deseja abarcar. Poderá pecar pelo excesso, abrangendo todo e qualquer investimento, ou seja, tudo aquilo que não seja consumo ou “economias guardadas no colchão”. Outrossim, poderá errar pela modéstia, deixando várias áreas da poupança privada desprotegidas. Assim, a difícil missão é encontrar o justo termo quanto à abrangência do conceito de “valor mobiliário”. Como nos têm mostrado outras legislações, isso é uma tarefa sem fim, de constantes e infundáveis alterações, tal como infundáveis são as maneiras pelas quais o homem imagina poder buscar e atingir a poupança alheia. Esse caminho é muito novo ao nosso ordenamento jurídico, constituindo-se no denominado Direito dos Valores Mobiliários. Porém, como a história nacional tem demonstrado que caminhamos em direção a uma alteração profunda do papel do Estado empresário e, como consequência, ao surgimento da necessidade de agregar crescentemente recursos privados a empreendimentos de grande porte, cuja demanda não é servida pelas operações bancárias tradicionais, temos que é necessário aprofundar rapidamente essa ainda incipiente discussão.

Os caminhos encontrados por vários países para dar cabo dessa missão têm variado no tempo, levando em consideração, fundamentalmente, a relevância que esse mecanismo de desintermediação financeira tem para cada um deles. Assim é que as definições serão tão mais precisas e extensas quanto maior seja o papel do mercado de valores mobiliários na vida econômica de uma dada nação. Onde este mercado for irrelevante para o financiamento do sistema produtivo, temos que este mercado for irrelevante será a atuação do Estado na regulação do acesso à poupança privada através da colocação de valores mobiliários e, consequentemente, desimportante a existência ou não da delimitação desse campo do exercício do poder de polícia estatal. Nos países onde inexistente tradição e estrutura de financiamento via mercado de valores mobiliários, sendo estes oferecidos pelo sistema financeiro privado ou estatal, suas eventuais ofertas enganosas tangenciam muito

mais a quebra de contrato ou a lei penal do que a tentativa de criação de mecanismos de desintermediação entre o poupador e o sistema bancário.

Em geral, são três as modalidades que os países adotam para delimitar o campo de atuação da regulação estatal: ou as legislações elencam de maneira mais ou menos aberta os valores mobiliários que estão sob sua supervisão; ou partem para definir o que seja “valor mobiliário”; ou adotam, como o Brasil, uma lista à qual são agregados novos componentes com o passar do tempo.⁴⁶ Claro está que, quanto mais internacionalizado for o mercado de valores mobiliários, maior será a tendência de se adotar o critério legal das economias centrais, na medida em que as melhores empresas dos vários países tendem a buscar recursos nos grandes centros financeiros do mundo. Nesta caminhada, os ofertantes de valores mobiliários necessitam se adequar aos critérios mais rígidos desses países, fazendo com que ocorra uma crescente homogeneização das normas legais das economias periféricas em direção das regras seguidas nas economias mais fortes. Essa é uma das razões de o conceito de valor mobiliário estatuído pelo Direito norte-americano vir se impondo, de forma crescente, como paradigma que tem servido como modelo para as legislações de vários países. De outro lado, é de se ter em mente que, com o fortalecimento da Comunidade Europeia, o Direito dos Valores Mobiliários vem cada vez mais se tornando homogêneo, mercê das várias diretivas que Bruxelas emite periodicamente.

Há, entretanto, que se colocar um diferencial entre a conceituação norte-americana e a europeia continental, já que, para sua completa adequação, necessitar-se-ia de uma aproximação muito maior entre as vertentes e características distintas entre os Poderes Judiciários com tradição construtivista, como a anglo-saxã, e com tradição estritamente codificada e interpretativa, mais característica do Direito europeu continental e de seus seguidores em outros continentes. Porém, a convergência entre esses dois sistemas tende a uma crescente aproximação, na medida em que, pelas necessidades empresariais, inclina-se o Direito dos Valores Mobiliários a criar mais tipos legais abertos, ou aqueles outros cujas características foram desenhadas pelos ordenamentos jurídicos alienígenas.

Disso resulta que, quanto maior for a divergência entre conceitos básicos neste ramo do Direito, menor será a interatividade entre os mercados alienígenas, dificultando sobremaneira a oferta pública de valores mobiliários em âmbito supranacional, como hoje vem, e de forma crescente, acontecendo em várias modalidades de investimento. Assim, conceitos como “contrato de investimento”, “manipulação de mercado”, “dever de lealdade”, etc., tendem a fazer com que os precedentes judiciais das economias mais robustas e as normas comunitárias dos

46. Entre nós, a lista do que se considera “valor mobiliário” foi posteriormente acrescida de uma definição abrangente.

países centrais também passem a fazer parte do mundo jurídico local, bem como patrocinem uma capacitação mais construtivista nas sentenças emanadas do Poder Judiciário nativo. Será dentro deste contexto que se examinará a evolução do conceito de "valor mobiliário" nas economias centrais, para se analisar o caminho que já percorremos e as dificuldades de sua necessária implantação entre nós.

ESTADOS UNIDOS: O CONCEITO DE
"VALOR MOBILIÁRIO" SEGUNDO A SUPREMA CORTE

