
DIREITO

dos Valores Mobiliários

ARY OSWALDO MATTOS FILHO
Professor Sênior da FGV DIREITO SP

VOLUME 1

Dos valores mobiliários

[Tomo 1]

2015

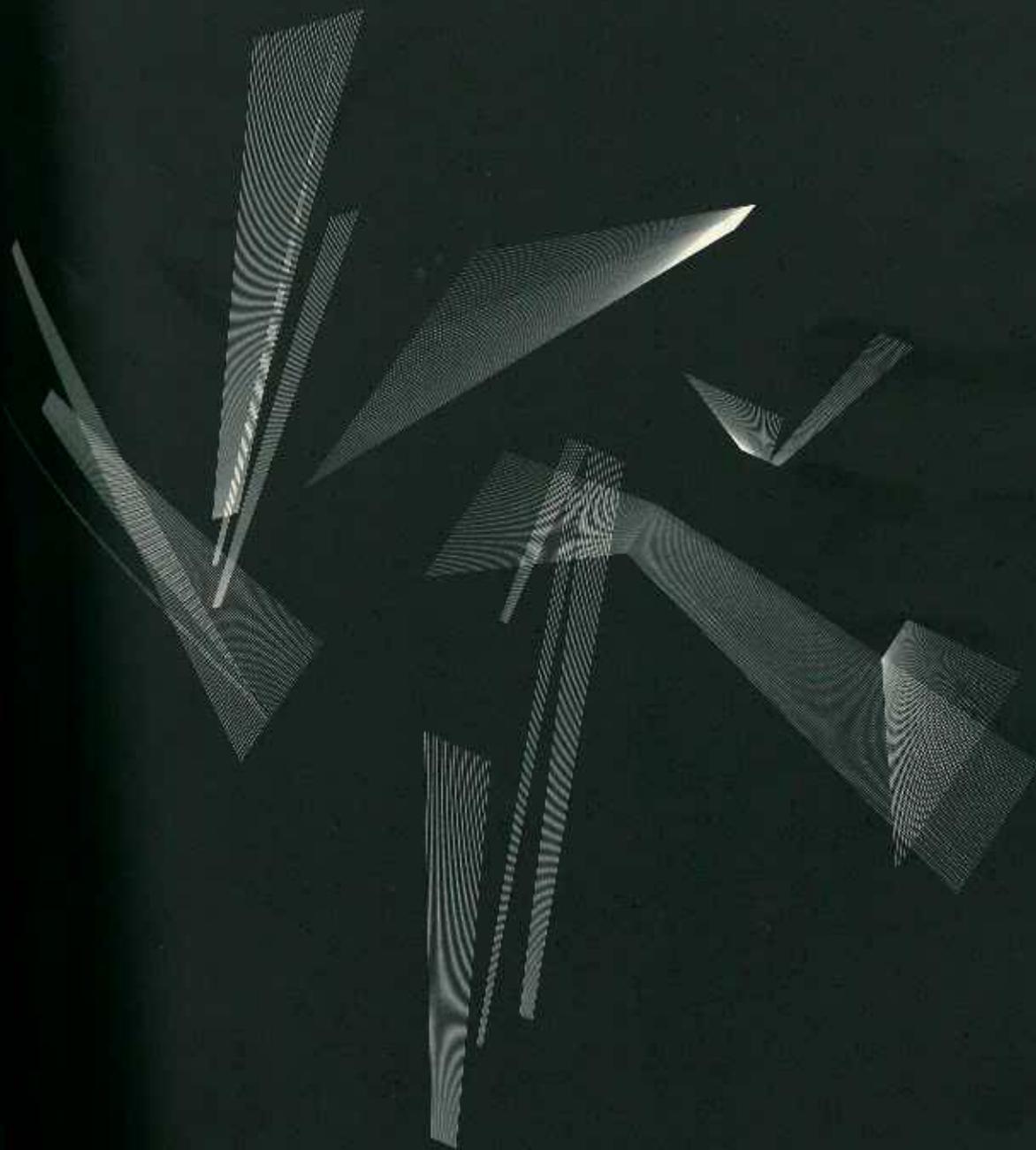
O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

mento, dei-
o caso, terá
ormação da
trumento de

rios especifi-
s contratos de
rrants e letras

valores de cré-
certificados de
imento coleti-
os homogêne-
ma igual e com
onfiguração ou
da e impessoal
do o campo de
negociação no

a possibilidade
os como "valores
e negociáveis no
de competência
no se constata na
a na definição do
lores do mercado



A ideia da necessidade de desenvolvermos um forte mercado de ações volta e meia povoava a cabeça de nossos legisladores e formadores de opinião. Desde muito tempo sentia-se a necessidade de termos um fluxo de financiamento ao setor empresarial, fluxo este que deveria ser compatível com a capacidade dos tomadores de gerarem renda para satisfazer as expectativas dos potenciais investidores. Mais naquela época do que hoje, o único organismo capaz de satisfazer a oferta de crédito de longo prazo era o Banco do Brasil e, posteriormente o então Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

Com a tomada do poder, em 1964, pelo governo militar — e com a ida do professor Octávio Gouveia de Bulhões para o Ministério da Fazenda e do economista Roberto Campos para o recém-criado Ministério do Planejamento —, tem início o esforço para a criação de um mercado acionário com porte suficiente para financiar o crescimento da grande indústria nacional. Bem antes da criação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ao tempo em que o mercado ainda encontrava-se subordinado à Diretoria do Mercado de Capitais do Banco Central, hoje transformada em Diretoria de Normas, entendeu o governo federal de estimular o crescimento do mercado acionário como forma de financiar a grande empresa nacional.

A época, foram feitos estímulos fundamentalmente por meio de dois incentivos, um fiscal e outro financeiro — o primeiro através do imposto de renda dirigido aos empresários e aos investidores e o segundo por meio do financiamento aos adquirentes de ações lançadas por companhias abertas, através de juros inferiores aos praticados pelo mercado, bem como pela cobrança de valores inferiores à efetiva perda de valor da moeda, corroída então pelas altas taxas de inflação.

É neste cenário que surge a Lei n. 4.357/1964, sendo esta a primeira, seguida por uma grande coleção de leis, a criar estímulos fiscais destinados a aumentar o interesse dos investidores na subscrição de ações lançadas pelas companhias, com o objetivo final de financiar o grande empresariado nacional com recursos de longo prazo.

4.1 A CONSTRUÇÃO DOS CRITÉRIOS CARACTERIZADORES DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Decorre da análise até aqui feita que o nascimento da Comissão de Valores Mobiliários deveu-se à necessidade sentida pelo governo federal de que a eventual atenção que o Banco Central estava dando ao mercado de valores mobiliários não seria suficiente, quer quanto aos cuidados na emissão, quer quanto às transações ocorridas junto ao mercado secundário, quer, finalmente, quanto à sua eficácia em desempenhar o papel de órgão governamental encarregado de fiscalizar e incentivar o crescimento desse mercado.

O que fica patente em termos universais é que os princípios da proteção e da especialização fiscalizatória quase sempre se originam como reação aos desastres de mercado que causam prejuízos ao público investidor em valores mobiliários. Assim é que, usualmente, o surgimento do regulador ou o acréscimo de severidade da lei restritiva ocorrem após um desastre de mercado.

A nossa CVM pode ser considerada uma das raras exceções, na medida em que nasce da importância que lhe atribuiu o professor Mario Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda. Também, diferentemente do nascimento de outros órgãos reguladores de mercado, nasce a CVM com a incumbência legal de buscar incentivar o crescimento do mercado de valores mobiliários para que pudesse servir como instrumento de financiamento à grande empresa nacional, criando-se uma alternativa à solidão em que se encontrava o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, enquanto único organismo bancário até então existente vocacionado para o financiamento de longo prazo do setor industrial e comercial.

Para tanto, na concepção do nascimento da futura autarquia substituidora parcial do Banco Central, teve o legislador que levar em conta, necessariamente, o conceito de "valor mobiliário", ou quais valores mobiliários seriam adjudicados à competência da futura autarquia. Da proposta inicial e de acomodação em face das resistências impostas pelo Banco Central à criação do novo ente, resultou que à CVM fossem atribuídos os vários instrumentos de conteúdo e características próprias, já bem sedimentados nos campos teórico e jurisprudencial, em relação a cuja inclusão não haveria discussão.

Assim, optou-se para que as ações, debêntures, partes beneficiárias, enfim, todos os valores tradicionais emitidos por sociedades por ações, fossem contemplados pela lista contida na lei criadora da Comissão de Valores Mobiliários, atribuindo-se ao Conselho Monetário Nacional competência para expandir a lista, desde que se tratasse de valor emitido por sociedade anônima.

A imaginação humana, as peculiaridades temporais dos órgãos governamentais e a cambiante realidade econômica são mais ágeis e anárquicas do que o ordenamento legislativo cristalizado. Tais circunstâncias não dão chance à

pretensão constante dos juristas de buscar criar a lei perene — que seria elaborada de forma perfeita e abrangente —, como demonstram as tentativas frustradas de outros países.

Assim é que, dez anos após a criação da Comissão de Valores Mobiliários, começa ela a ganhar relevância no cenário governamental, bem como junto aos atores do mercado de valores mobiliários, em função da realidade econômica que se alterava rapidamente. De outro lado, o Banco Central optou por enfatizar fortemente o seu papel de autoridade monetária, transformando, inclusive, a sua Diretoria de Mercado de Capitais em Diretoria de Normas. Como consequência, à Comissão de Valores Mobiliários são atribuídas novas competências relativas a outros valores mobiliários. Essa foi a motivação pela qual, entre nós, a listagem inicial, constante do artigo 2º, III,¹ da Lei n. 6.385/1976, foi paulatinamente sendo ampliada de sorte a que o papel outorgado à Comissão, inicialmente restrito, fosse aumentado através de resoluções emanadas do Conselho Monetário Nacional, muito embora sempre se referindo a valores mobiliários emitidos por sociedade por ações.

Finalmente, com a edição da Medida Provisória n. 1.637/1998, adota-se a técnica legislativa de não só nominar os valores mobiliários submetidos ao poder de polícia da autarquia, mas colocar no texto legal uma definição bastante abrangente, nominando os “contratos de investimento coletivo” como valores mobiliários sujeitos à competência normativa da CVM. Tal mudança ocorreu como reação a quebras ruidosas causadoras de prejuízo em grande escala e com um número grande de investidores de baixa capacidade de investimento.² De fato, a mudança de paradigma legislativo passa a criar uma definição, não mais se restringindo a apontar tipos específicos, como até então vinha ocorrendo. A partir de então, nossa legislação passou a contar, para o enquadramento como valor mobiliário, não só com a listagem exaustiva até então existente, mas com uma definição que teve o condão de abarcar os tipos até então existentes.

4.2 O FIM DOS VALORES MOBILIÁRIOS AO PORTADOR E ENDOSSÁVEIS À ORDEM

Concomitantemente ao aumento das espécies de valores mobiliários submetidas ao campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários, surge, entre nós e em outros países, a partir da década de 1980, e como consequência do

1. “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei: [...] III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.”

2. Tal reação é clássica. No Brasil, a matriz da mudança teve como pano de fundo a quebra da empresa Gallus Agropecuária S.A., emitente de certificados de investimento ligados ao mercado do denominado “boi de engorda”.

desenvolvimento tecnológico, a rápida e crescente utilização da informática no mundo dos valores mobiliários, fazendo com que tais bens pudessem efetivamente se comportar como investimentos de massa.

Desta feita, após a subscrição de valores mobiliários, refletida no respectivo boletim de subscrição ou instrumento equivalente, o agente emissor poderá eleger instituição financeira autorizada a custodiar valores mobiliários escriturais. O mesmo ocorre com o processo de alienação ou aquisição de novos valores mobiliários do mesmo emitente; ou seja, a instituição financeira depositária irá debitar o vendedor e creditar o comprador, com a emissão de simples aviso enviado a ambos, comunicando a transação, sem a emissão ou o cancelamento de qualquer certificado ou cédula.

Tais procedimentos propiciaram um grau muito mais elevado de liquidez no mercado secundário, visto que as transações diárias passaram a ocorrer em maior velocidade e em volume crescente, tendo como limite só a vontade dos comitentes e a capacidade de processamento dos agentes depositários. A informatização retirou de vez o argumento de que a existência dos títulos ao portador seria necessária ao desenvolvimento do mercado secundário, já que as operações com ações nominativas necessitavam que comprador e vendedor comparecessem à sede da companhia para assinar o livro de transferência de ações.

Ou seja, sem a existência de títulos ao portador, perdia-se muito da agilidade na negociação em mercado, acarretando enorme trabalho aos emitentes, na medida em que, além do que se expôs acima, havia a necessidade de dar baixa do vendedor e de inscrever o comprador no respectivo livro societário, após a transação ter ocorrido. Tal situação causava menos incômodo se a transação acionária ou com debêntures se desse no âmbito de uma companhia de capital fechado. Porém, nas sociedades com seus títulos dotados de liquidez na bolsa de valores, a situação tornava-se por vezes crítica, vez que, nas transações ocorridas com títulos nominativos, cujas transferências se dessem por sucessivos endossos, isso fazia com que a companhia estivesse sempre atrasada com relação à listagem de seus reais acionistas. Adicionem-se aos percalços do endosso as situações em que o adquirente de uma ação ou debênture no mercado secundário precisa saber ou confiar na autenticidade da cadeia de endossos para lhe garantir a propriedade do valor mobiliário.

Tal situação incentivava fortemente a emissão de títulos ao portador, fato que também acarretava que a companhia não tivesse uma listagem de seus atuais eleitores quando da realização das assembleias gerais. Todo esse conjunto de títulos ao portador ou endossados fazia com que, às vésperas das assembleias, as companhias tivessem um enorme trabalho para atualizar o nome dos verdadeiros proprietários dos títulos nominativos alienados por endossos à ordem ou nominais, bem como para receber as cautelas representativas das ações ao portador,

legitimando seu portador a comparecer por elas e, se ordinárias, a votar nas assembleias gerais. No caso do resgate de debêntures ao portador ou endossadas, quando do pagamento dos dividendos, surgiam discussões quanto ao verdadeiro proprietário, na medida em que as portasse ou que portasse os cupons anexos ao certificado da ação seria o credor dos juros ou do resgate ou do recebimento do dividendo.

A Lei n. 6.404/1976 ainda manteve a possibilidade de emissão de valores mobiliários sob a forma nominativa ou ao portador por manifestação de vontade do acionista, muito embora o movimento pela transparência nas negociações e nas prestações de conta já se fizesse presente e crescentemente forte. Tal situação muda dramaticamente com a conversão de medida provisória na Lei n. 8.021/1990, pela qual ficou proibida a emissão de valores mobiliários que não sob a forma nominativa, estabelecendo-se um prazo para o retorno ao mundo da nominatividade de todos os valores mobiliários até então ao portador ou endossados em branco ou à ordem.

O mesmo diploma legal também aboliu a prática da emissão de cheques e de outros títulos acima de um valor estabelecido na própria lei, sob a forma ao portador, bem como vedou a possibilidade do endosso em branco. Fundamentalmente, a impossibilidade de emissão de valores mobiliários que não sob a forma nominativa deveu-se à impossibilidade concreta de a Comissão de Valores Mobiliários exercer o seu poder/dever previsto em lei de proteger o investidor e dar transparência às operações realizadas no mercado primário ou secundário. Com o anonimato, ficava extremamente difícil, senão impossível, o controle da utilização da informação privilegiada, das regras da oferta pública ao minoritário em caso de aquisição de controle, a fiscalização da ação em conflito de interesse, etc.

Também era gritante a constatação, já muito antiga, da existência concreta de esquemas de sonegação fiscal no que tange, principalmente, ao imposto de renda, quanto à tributação dos ganhos de capital, bem como no que dizia respeito à tributação da transmissão patrimonial em vida ou por sucessão *causa mortis*.

Como visto acima, a razão aparente invocada contra os títulos nominativos para justificar o custo operacional da companhia era a geração de entraves que reduziam as transações no mercado secundário. Entretanto, quando da edição da lei mandatória quanto à nominatividade, tal argumento já perdera sua validade, na medida em que as companhias de maior movimentação junto ao mercado secundário não mais emitiam cauteladas, mas certificados de depósito de ações, debêntures e outros valores mobiliários então existentes, feitos pelas empresas emittentes junto aos bancos ou bolsas custodiantes, conforme previsão expressa da lei societária de 1976. Já para as empresas de capital fechado, a nominatividade nunca representou problema algum, dado o pequeno número de sócios que, pela própria natureza da sociedade, eram conhecidos entre si.

Da conjunção dos fatores acima apontados — a saber, a proibição da existência dos valores mobiliários ao portador, o crescimento do mercado de valores mobiliários transacionados no mercado secundário e a aplicação da informática ao mundo dos valores mobiliários de massa — nascem os valores mobiliários escriturais, surgindo um novo mercado que reescreve o até então denominado "mercado dos títulos de massa". Assim, ao invés de negociar as cautelas, o mercado secundário passou a negociar os valores mobiliários constantes dos "certificados" de valores mobiliários depositados com as instituições aptas à prestação de tal serviço, cabendo ao custodiante, quando da liquidação da operação, fazer o competente registro eletrônico pelo qual dá baixa das ações vendidas e as inscreve. As emissões passam a ser feitas sem a entrega do certificado, tornando sem qualquer efeito prático a discussão da natureza jurídica do valor mobiliário em função da existência ou não da cártula. A mudança trazida pela nominatividade obrigatória materializa os acionistas, que se escondiam na portabilidade dos títulos, e desmaterializa as cártulas, por absoluta desnecessidade.

Em resumo, o mundo dos valores mobiliários no Brasil passa a ter um papel de grande relevância no mundo econômico e jurídico, quer pela variedade dos tipos que são colocados pela legislação à disposição dos empreendedores, quer pelo incremento expressivo dos montantes que passaram a levantar junto ao mercado poupador, quer, enfim, pelo surgimento de investidores institucionais, nacionais e estrangeiros, de enorme porte, que passaram a exigir um elevado grau de governança corporativa na alocação de seus investimentos. Assim, quando a legislação brasileira coloca em seus textos a expressão "títulos ou valores mobiliários", considerando os dois termos como sinônimos, nada mais está fazendo do que trazer para o texto a perplexidade do legislador de 1965, na medida em que o título, se emitido, seria mera forma possível de expressão da existência de um valor mobiliário.

Os títulos, em verdade, hoje em dia, não mais existem, na medida em que os valores mobiliários ofertados publicamente o são sob a forma escritural — forma esta que se estendeu à emissão de todos os valores mobiliários de massa. Finalmente, e por definição legal, também deixou de ter sentido discutir se os valores mobiliários são títulos representativos de investimentos ou títulos de participação associativa. E isso porque a lei categorizou como valores mobiliários aqueles contratos de adesão e indicativos de uma forma associativa, quer na obtenção de remuneração fixa, quer de renda variável. Ou seja, cristalizou-se a ideia de que os valores mobiliários são contratos de associação em um empreendimento comum que, por serem contratos de investimento, buscam necessariamente a obtenção de lucro.

4.3 A ANTIGA DIVISÃO DOS CAMPOS DE COMPETÊNCIA

A expressão "valor mobiliário" é razoavelmente nova no Direito brasileiro, muito embora os mercados de ações e debêntures sejam bem mais antigos. Até 1965, a grande discussão entre os juristas pátrios focava-se em indagar se as ações seriam títulos de crédito ou se seriam títulos representativos de participação social. A corrente majoritária apoiava-se em Tullio Ascarelli, legítimo representante de Vivante junto à Faculdade de Direito do Largo de São Francisco. Os opositores, em menor número, apoiavam-se em Giuseppe Ferri, que apresentava a prevalência da lei societária sobre a lei regente dos títulos de crédito e, com isso, arguia que as ações não seriam títulos de crédito, mas títulos representativos de participação social. Quanto às debêntures ou aos títulos da dívida emitidos pelos governos, inexistia qualquer discordância sobre serem títulos de crédito.

As empresas emitentes de ações ou debêntures eram poucas e as bolsas de valores então negociavam muito mais títulos de emissão governamental e contratos de câmbio do que ações e, menos ainda, operações de compra e venda de debêntures. A inexistência de qualquer órgão regulador da emissão desses papéis prescindia, por seu turno, de maior conclusão quanto à correta categorização jurídica da ação. Assim, tal disputa permaneceu muito mais no campo intelectual e doutrinário, não acarretando qualquer consequência prática digna de algum relevo ou consequência para os atores do mercado acionário nacional.

Para que o termo "valor mobiliário" aparecesse dentro de nosso sistema legal, e daí para delimitar o seu conteúdo, foi necessário que percorrêssemos um longo caminho, que permanece até hoje cheio de incógnitas e à espera de um trabalho mais aprofundado, quer por parte dos estudiosos, quer por parte dos legisladores e julgadores. Entre nós, o termo "valor mobiliário" aparece pela primeira vez em 1965, sem muito alarde, quase sempre acoplado ao termo "título", lá usado como sinônimo de valor mobiliário. Isso ocorre com a edição da Lei n. 4.728/1965. Entretanto, na dúvida quanto à natureza jurídica do valor mobiliário, o prudente ou inseguro legislador não especifica se a menção ao termo "título" refere-se a título de crédito ou a título de participação societária.

Como fato antecedente, e como pano de fundo, temos que ter em mente o fato relevante de que em 1964 é promulgada a Lei n. 4.595, também denominada Lei Bancária, que introduz reformas radicais junto ao mercado financeiro. Com a sua promulgação, dentre outras profundas mudanças, retiram-se do Banco do Brasil os papéis de regulador e fiscalizador do mercado financeiro e de autoridade cambial, criando-se, para a consecução de tais tarefas, o Conselho Monetário Nacional, enquanto órgão elaborador de políticas econômicas. O mesmo diploma legal cria o Banco Central, ao qual se atribuiu a tarefa atuar como órgão executor das deliberações do Conselho Monetário, bem como a competência para ser a

autarquia fiscalizadora e aplicadora de punições pelas transgressões das normas inerentes ao mercado financeiro.

Claro está que, à época — ou seja, 1964 —, já havia um mercado de valores mobiliários razoavelmente ativo, com a existência atuante das bolsas de valores, então criadas por lei, e com os corretores de títulos e de câmbio, que eram pessoas físicas nomeadas pelo Poder Executivo, exercendo suas atividades em caráter vitalício. Assim, os emitentes de ações, os comitentes e os corretores praticavam transações eminentemente privadas, apoiadas tão somente no Código Civil e no Código Comercial, sem qualquer preocupação quanto ao papel do Estado enquanto ordenador de direitos e deveres visando à proteção das partes.

Quanto às transações com ações, o mercado secundário vivia uma fase de prolongada apatia com espasmos raros, nos quais as eventuais negociações crescentes levavam a quedas acentuadas. Assim é que, no século XIX, tivemos uma séria crise no mercado de ações, então denominada "Crise do Encilhamento", a qual jogou por terra os esforços de Ruy Barbosa para criar um mecanismo apto a financiar o desenvolvimento sustentado do nascente setor produtivo nacional. No início da década de 1960, nova crise se abate sobre o mercado secundário das bolsas, sendo apontada a inflação como um dos fatores geradores das mudanças legislativas de 1964 e 1965.

Porém, se o mercado de ações representava uma preocupação para as autoridades governamentais, não é menos verdade que o mercado financeiro, extremamente pulverizado em pequenos estabelecimentos de crédito, representava um desafio muito mais concreto. Assim é que, em 1964, nasce a Lei n. 4.595. É de se ter em mente que a única preocupação desta lei foi com o mercado financeiro, não merecendo o mercado de valores mobiliários mais do que uma única menção em seus 65 artigos. Este comando legal referiu-se à competência atribuída pela nova lei ao nascente Conselho Monetário Nacional para "disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos" (art. 4º, XXI). A referência feita era meramente casual, revelando o legislador a pouca importância do mercado de valores mobiliários face ao tamanho e problemas do mercado financeiro.

Além do mais, a Lei Bancária não deu qualquer poder ao Conselho Monetário Nacional para regular os negócios entre os emitentes de valores mobiliários e os comitentes, ou mesmo quanto aos eventuais instrumentos suscetíveis de serem transacionados, não merecendo qualquer menção quanto aos tipos de transação ou às regras de segurança dos comitentes e dos corretores, permanecendo silente, ainda, quanto às responsabilidades dos administradores das bolsas de valores nas operações ocorridas em seus respectivos recintos. Na realidade, a menção que a Lei Bancária faz às bolsas de valores diz respeito à necessidade de se atribuir a um organismo estatal a competência fiscalizadora dessas atividades. E isso se deve

principalmente ao fato de que as bolsas de valores deixaram de ser reguladas pelos respectivos governos estaduais, passando a sua regulação a ser de competência do governo federal.

É quase um ano após, através da Lei n. 4.728/1965, ou Lei do Mercado de Capitais, que o mundo jurídico toma conhecimento de uma legislação muito mais detalhada em face do mercado acionário, em cujo bojo aparece pela primeira vez o termo "valor mobiliário", lá utilizado como sinônimo de título (de crédito?). É somente com o advento dessa lei que passa a ser definida a competência do Banco Central, ao qual foram atribuídos os poderes para disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, seguindo a política traçada pelo Conselho Monetário Nacional.

Porém, a meu ver, a lei de 1965 consagrou dois erros que nos interessam na análise do conceito de valor mobiliário. O primeiro equívoco foi tratar como equivalentes os termos "título" e "valor mobiliário". Isso porque o primeiro é a representação gráfica de garantia de direitos e obrigações inerentes a determinado negócio jurídico. O título demonstra de forma escrita a existência do vínculo obrigacional, através do qual as partes assumem direitos e obrigações. Alguns direitos e obrigações nascem segundo a forma estrita prevista em lei para que sejam válidos. Outros direitos e obrigações nascem dos estatutos e deliberações de assembleia. Ambos remetem à condição de acionista — detentor de direitos e deveres —, conforme previsto no contrato ou documento associativo para saber quais regras regem o vínculo obrigacional assumido pelas partes.

Assim é que, para os títulos de formalismo estrito, e para sua existência legal, há de existir a cártula ou título que materializa os direitos e obrigações assumidos, bem como os requisitos e características para a materialização desses direitos. Tais títulos usualmente representam direitos creditórios, os quais têm existência autônoma em relação ao negócio originário.

Já o valor mobiliário, se emitido, será sempre a representação de um investimento ofertado indistintamente ao público ou não. Na primeira hipótese, visando à defesa da poupança das pessoas, o valor mobiliário tem seu nascimento, existência e morte regulados e supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários. Já no mundo das ofertas privadas, a relação obrigacional está muito mais vinculada à vontade das partes, manifestada contratualmente, dentro dos limites estabelecidos pela lei.

Assim, o título de crédito é a representação escritural de um haver financeiro futuro, cujos direitos e deveres nascem da cártula. Já o valor mobiliário nasce sempre de um investimento, para cuja existência falece a necessidade de emissão de qualquer título ou cártula e cujas regras de investimento reportam-se a outro documento previamente dado a público pelo emitente dos valores mobiliários, tais como estatutos sociais, escrituras de emissão, etc. O título é a representação gráfica

de uma obrigação de pagamento; já o valor mobiliário é sempre representativo de um investimento.

É nesse sentido que uma cambial será sempre emitida como garantia de pagamento de vencimento futuro, e não poderá ser considerada como um valor mobiliário. Entretanto, se a mesma nota for denominada de "nota comercial", colocada à venda como representação de um investimento e ofertada publicamente, verificaremos que estamos diante de um valor mobiliário. Ou seja, o título, sempre e necessariamente emitido, será a garantia de pagamento. Já o valor mobiliário, sem a emissão necessária de qualquer título, será a representação do investimento. No caso específico da cambial e da nota comercial, ambos podem ter a mesma representação visual, porém são instrumentos jurídicos distintos; esta distinção nasce da diferença de origem quanto à intenção do emitente e do credor e termina com a inexistência do título ou da cártula, espinha dorsal da caracterização da cambial. Assim, às notas comerciais não se aplicam as regras rígidas aplicáveis aos títulos de crédito, muito menos as hipóteses de nulidades previstas em sua legislação específica.

O segundo conceito errôneo constante da Lei n. 4.728/1965, este mais grave e revelador de ausência de técnica legislativa, foi o de atribuir direitos e deveres sem definir a causa que lhes daria nascimento. Assim, conquanto a lei fosse pródiga na utilização da expressão "títulos ou valores mobiliários", nunca se ocupou em sua conceituação.³ Logo, em seu primeiro artigo a lei outorga competência ao Conselho Monetário Nacional para disciplinar o denominado mercado de capitais, bem como o mercado financeiro, cabendo ao também recém-criado Banco Central a competência para fiscalizá-los.⁴

3. A Lei n. 4.728/1965, somente no artigo 2º, por exemplo, se utiliza cinco vezes da expressão "títulos ou valores mobiliários" como sinônimos. No inciso VI do mesmo artigo 2º, emprega a expressão "corretora de títulos mobiliários e câmbio". Talvez a expressão "valores mobiliários" tenha adentrado ao nosso mundo do Direito, sem grandes transtornos, dada sua importância relativamente menor em face do mercado financeiro. Tal situação vem sendo modificada a partir da criação da Comissão de Valores Mobiliários.

4. Entendeu a Lei n. 4.728/1965, em seu artigo 1º, que os mercados se dividem em mercado financeiro e mercado de capitais. O primeiro abrangeria as instituições financeiras, conceitualmente definidas no artigo 17 da Lei n. 4.595/1964, com os defeitos e imprecisões com que nasceu. O segundo compreenderia o hoje mercado de valores mobiliários. Tal distinção conceitual infeliz e errônea, talvez fruto de tradução apressada e descuidada do inglês, e que até hoje traz confusão interpretativa, ignora que o mercado de capitais deveria ser entendido como o *locus* no qual os detentores de poupança e os seus tomadores se encontram realizando as operações típicas do ato de investir. Assim, em realidade, ao mercado de capitais comparecem as instituições financeiras disputando a poupança disponível, tomando-a com a entrega de certificados de depósitos bancários, por exemplo. A esse mesmo mercado comparecem as entidades de distribuição do mercado de valores mobiliários para colocar as emissões ou para negociar os valores financeiros e de valores mobiliários no mercado secundário. Ou seja, mercado de capitais é espécie no qual os mercados financeiro e de valores mobiliários são gêneros distintos. Em linguagem que atenda ao senso comum, e sem ser tautológico, o mercado de capitais é aquele no qual os mercados financeiro e de valores mobiliários competem na busca dos capitais disponíveis. O primeiro atua através da intermediação financeira; ou seja,

Assumindo temporariamente, e somente para efeitos didáticos, que "mercado de capitais" e "mercado de valores mobiliários" possam ser entendidos como sinônimos, temos que a denominada Lei do Mercado de Capitais comanda três vertentes distintas. A primeira estabelece as obrigações legais atribuídas ao Conselho Monetário e ao Banco Central para "facilitar o acesso do público a informações", "proteger os investidores", "evitar modalidades de fraude",⁵ etc. A segunda regula o acesso à poupança do público, na medida em que se deu competência ao Banco Central para "registrar as emissões" a serem distribuídas no mercado (colocação primária), bem como para registrar as operações negociadas nas bolsas de valores (mercado secundário).⁶ A terceira vertente normativa foi aquela que atribuiu ao Banco Central o poder/dever para examinar e decidir se uma determinada emissão de valores mobiliários poderia ou não ser ofertada ao público eventualmente tomador.

Disso decorre o comando que cria a necessidade da aprovação prévia do Banco Central, a qual passou a ser indispensável, na medida em que "nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, ou oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central",⁷ podendo a autarquia suspender a colocação feita de forma irregular, ilegal ou fraudulenta. Ou seja, na medida em que o lançamento de qualquer "título ou valor mobiliário" devesse antes passar pelo exame e aprovação do Banco Central, pode-se concluir que o conhecimento do que fosse valor mobiliário deveria ser considerado como relevante, já que este seria o objeto de seu exame, bem como a eventual punição deveria levar em conta se estávamos ou não na presença de um "título ou valor mobiliário".

A inexistência de qualquer vestígio de definição não trouxe maior transtorno, quer pela falta de previsão de punição específica na denominada Lei do Mercado de Capitais, quer pela insipiência do mercado, demonstrada pelo pequeno volume de valores mobiliários ofertados, quer pelo número reduzido das sociedades que colocavam valores mobiliários junto ao público.

De outro lado, deve-se levar em consideração que as novidades introduzidas pela criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, bem como por estarmos absorvendo a cultura e a normatização alienígena referente aos valores

toma recursos financeiros e os empresta em nome próprio. O segundo atua no campo da desintermediação; ou seja, somente aproximando emitente e tomador ou comprador e vendedor de valor mobiliário, mas operando como corretor entre partes e exercendo a prestação de um serviço cuja remuneração é uma corretagem, mas nunca tomando recursos em nome próprio para repassá-los a terceiros, como fazem tipicamente as instituições financeiras.

5. Vide artigo 2º da Lei n. 4.728/1965.

6. Vide artigo 3º, V e VI, da Lei n. 4.728/1965.

7. Vide artigo 21 da Lei n. 4.720/1965.

mobiliários sem que com ela tivéssemos convivido anteriormente, fez com que o papel do Banco Central, no controle dos valores mobiliários ofertados ao público, se restringisse às ações e às debêntures, permanecendo *in albis* o efetivo exercício do poder de polícia quanto aos demais valores mobiliários eventualmente colocados junto ao público investidor, como ocorreu com a colocação pública de cotas de investimento emitidas e ofertadas publicamente para financiar empreendimentos imobiliários (*time sharing*).

Assim, pelo desconhecimento ou pela irrelevância do mercado, em face dos demais problemas que assolavam ao mercado financeiro, somado ao tempo e à energia consumidos na montagem do Conselho Monetário Nacional, órgão normatizador, e do Banco Central, autarquia fiscalizadora e policiadora do mercado de valores mobiliários, tivemos que durante onze anos nenhuma autoridade governamental, ao que se saiba, perdeu muitas noites de sono, preocupada em saber o que seriam os valores mobiliários, a que os comandos legais se referiam, nem houve, muito menos, por parte da autarquia e do mercado, a preocupação em exercer ou temer o poder/dever de polícia atribuído por lei ao Banco Central.

A partir de 1969, este mercado começa a apresentar crescimento bastante acentuado, vindo a desabar, mais uma vez, no início da década de 1970, com grandes perdas, principalmente para os pequenos investidores pessoas físicas. Nessa época toma corpo a sensação de que mudanças profundas deveriam acontecer para que, principalmente no diz respeito às ações, pudesse o mercado servir como elemento auxiliar no processo de capitalização das empresas. Este vem a ser um dos fatores que motivariam a alteração da legislação das sociedades por ações, bem como, e principalmente, o nascimento da Comissão de Valores Mobiliários em 1976.⁸

4.4 A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É com esse objetivo que, em 1975, o Presidente da República, por influência do professor Mário Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda, decide em boa hora retirar do então Projeto do Código Civil, que já há muito embernavava junto ao Congresso Nacional, o capítulo referente à proposta de alteração da lei das sociedades por ações, transformando-o em um projeto distinto e autônomo, bem como, por intermédio de outro projeto, criar uma nova autarquia para se preocupar com o mundo dos valores mobiliários emitidos pelas companhias, ambos os trabalhos

8. Com a Lei n. 6.305/1976 foi criada a autarquia federal, administrativamente vinculada ao Ministério da Fazenda, denominada Comissão de Valores Mobiliários - CVM, cuja competência, responsabilidades e autoridade serão mais adiante discutidas.

entregues aos cuidados do professor Alfredo Lamy Filho e do doutor José Luiz de Bulhões Pedreira.

A lei criadora da Comissão de Valores Mobiliários não poderia impunemente repetir o expediente seguido pela Lei n. 4.728/1965 de utilizar-se da expressão "valor mobiliário" sem conceituá-la, sob pena de a Comissão não ter definido seu campo de atuação.

Entretanto, o legislador não desconhecia a dificuldade que outros países vinham encontrando para dar uma abrangência adequada ao termo. A definição do campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários era tarefa fundamental, já que, como visto acima, pela falta desta na Lei n. 4.728/1965, entendia-se que todos os valores mobiliários se sujeitavam ao campo de competência do Banco Central, obviamente remanescendo o problema de se saber o que fosse valor mobiliário. Da constatação desse fato restaria ao legislador de então ou revogar todos os dispositivos que atribuíam competência ao Banco Central sobre os valores mobiliários, ou separar alguns muito bem definidos ou definíveis para que deles se encarregasse a nova autarquia, remanescendo os demais dentro da órbita nebulosa do campo de competência do Banco Central.

A opção recaiu sobre essa segunda hipótese, já que, tal como sofrera oposição do Banco do Brasil quanto a sua criação, o Banco Central se opunha ao surgimento da Comissão de Valores Mobiliários. Foi esse o motivo pelo qual o legislador optou por elaborar uma lista de valores mobiliários emitidos por sociedades por ações como sendo o campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários, permanecendo o Banco Central com a competência sobre o indefinido campo remanescente dos valores mobiliários, competência esta exercitada no âmbito da então Diretoria de Mercado de Capitais, hoje transformada em Diretoria de Normas.

Tal divisão de competências é naturalmente clara quando analisamos dois pontos importantes. O primeiro é que, de forma indefinida, a Lei do Mercado de Capitais outorga competência ao Banco Central para autorizar, fiscalizar e punir as transgressões, tudo referente ao mundo dos valores mobiliários. Ou seja, qualquer valor mobiliário que viesse a ser assim entendido, no futuro, estaria adstrito ao campo de competência normativa do Banco Central. Em segundo lugar temos que, quando do surgimento da Comissão de Valores Mobiliários, sua lei criadora definiu em seu artigo 2º o campo de competência da autarquia, comandando que "são valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei" e aí especificando quais são aqueles subordinados ao seu regramento. Isto significa que outros valores mobiliários poderiam existir fora de seu campo normativo e fiscalizador. O campo de competência do Banco Central ficou definido como sendo, de um lado, aquele expressamente previsto na própria Lei n. 6.385/1976, qual seja, sobre os títulos da dívida pública e sobre as cambiais emitidas pelas instituições financeiras, exceto

as debêntures. E, de outro lado, os valores mobiliários não contidos na tipologia especificada pela lei criadora da Comissão de Valores Mobiliários.

Ou seja, até a edição da Lei n. 10.303/2001, a competência quanto ao exercício do poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários limitava-se aos valores mobiliários emitidos por sociedades por ações e ofertados ao público, desde que constantes da lista nascida de lei ou de decisão do Conselho Monetário Nacional, se emitidos por sociedade anônima, excetuados os títulos públicos e os títulos cambiais emitidos por instituições financeiras.

Ao conjunto de competência da CVM foram incluídos mais tarde outros valores mobiliários — até mesmo um que não é emitido por sociedade por ações, aquele representativo do mercado futuro de índice; neste caso, o Conselho Monetário Nacional entendeu que, pelo fato de terem como substrato uma "cesta ideal" de ações, tais contratos deveriam restar dentro da órbita regulatória da Comissão de Valores Mobiliários. Ou seja, os valores mobiliários cuja competência foi atribuída à CVM sempre foram, até 2001, tipificados por seu *nomen iuris*, remanescendo todos os demais não definidos ou não nominados dentro do âmbito de competência do Banco Central, como demonstrou em passado não muito recente seu poder regulatório, fiscalizador e punitivo em relação aos mercados futuros, que não o de índice, o qual não se encontrava especificado no campo literal de sua competência, mas sim dentro do campo indefinido a ele atribuído pela Lei do Mercado de Capitais. Tal divisão assim permaneceu até o advento da Lei n. 10.303/2001.

Em resumo, da separação de competências resultou, inicialmente, que os valores mobiliários emitidos pelas sociedades por ações, constantes da listagem inicial do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976 e ofertados ao público eram fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como a ela estavam adjudicadas, por lei, as políticas de estímulo para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Já ao Banco Central continuava afeita a normatização e fiscalização dos valores mobiliários que, não sendo emitidos pelas sociedades por ações, nem por lei específica tivessem competência atribuída à CVM, fossem ofertados ao mercado.⁹ Em virtude das duas dificuldades acima apontadas, a conceitual e a resultante da divisão de competências, o prudente legislador, na Lei n. 6.385/1976, não definiu

9. Tinha-se em mente que caíam ao Conselho Monetário Nacional levar para o campo de competência da CVM outros valores mobiliários, não previstos na listagem do artigo 2º, desde que esse acréscimo de competência se referisse a valor mobiliário emitido por sociedade anônima. Em sua redação original, estatuiu o inciso III do artigo 2º que: "São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei [...] III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional". Ou seja, mesmo que o valor mobiliário fosse de emissão de uma sociedade anônima, desde que não constante da listagem do artigo 2º, poderia o Conselho Monetário Nacional, a seu exclusivo critério, outorgar competência quer à Comissão de Valores Mobiliários, quer ao Banco Central.

o que fosse valor mobiliário, mas optou por nomeá-los através da adição de listas taxativas posteriormente aumentadas.

A partir do início da década de 1990, uma série de novos valores mobiliários passa a poder ser oferecida ao público através de normatização específica, e que veio a crescer a competência da Comissão de Valores Mobiliários, porém, nunca os definindo, mas sim os nomeando a cada novo instrumento legal editado.

Assim, e em resumo, pela Lei n. 6.385/1976 foi inicialmente atribuído como campo de competência da CVM:

- i. valores mobiliários expressamente mencionados pela lei criadora da Comissão — quais sejam, ações, partes beneficiárias e debêntures —, bem como o subproduto de tais valores mobiliários, que são os cupons de tais títulos, os bônus de subscrição e os certificados de depósito de valores mobiliários;
- ii. valores mobiliários emitidos por sociedades por ações, não constantes do elenco previsto na Lei n. 6.385/1976, cuja competência seja atribuída à CVM por deliberação do Conselho Monetário Nacional; e
- iii. valores mobiliários não emitidos por sociedades por ações, cuja competência seja atribuída à Comissão por determinação de lei.

A necessidade de saber o que seja valor mobiliário, além daqueles expressamente mencionados em lei, tornou-se mais premente na medida em que, a partir de 1986, a Lei n. 7.492, também conhecida como Lei do Colarinho Branco, passou a considerar como tipo penal o ato de "emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: I - sem registro prévio perante a autoridade competente", bem como "IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida".¹⁰ A transgressão implica a aplicação da pena de reclusão de 2 a 8 anos, além da imposição de multa.

De outro lado, estabeleceu a Lei n. 4.728/1965 que "As sociedades que infringirem o disposto neste artigo [conceito de colocação pública de valores mobiliários] ficarão sujeitas à cessação imediata de suas atividades de colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado, mediante intimação do Banco Central, que requisitará, se necessário, a intervenção da autoridade policial" (§ 3º do art. 16). A lei passou também a punir financeiramente as sociedades distribuidoras de valores mobiliários que ofertassem esses valores sem a autorização prévia do Banco Central, estabelecendo que "As empresas que, a partir da publicação desta Lei, colocarem papéis no mercado de capitais em desobediência ao disposto neste Capítulo, não terão acesso aos bancos oficiais [...]" (§ 1º do art. 17).

10. Vide art. 7º da Lei n. 7.492/1976.

Dois pontos são de interesse para a presente análise. O primeiro é que passaram a existir cominações penais sem que seja definido o respectivo tipo criminal. Quando a lei pune com a pena de prisão os atos de emitir, negociar ou ofertar sem a competente autorização prévia, algo que possa ser valor mobiliário, temos que seria de todo imprescindível a existência prévia de uma norma definidora ou tipificadora de tal conceito. Assim, a Lei n. 7.492/1986 passa a fazer companhia à indefinição iniciada pela Lei do Mercado de Capitais, aumentada pela listagem da Lei n. 6.385/1976 e de normas subsequentes, e tornada ainda mais difícil com a introdução de fatos geradores de difícil conceituação no mundo jurídico pátrio, tais como contrato de investimento coletivo ou contratos derivados.

É muito mais grave do que a indefinição constante da Lei n. 4.728/1965, na medida em que tal situação venha a ocorrer no âmbito do Direito Penal. A falta de definição do que seja valor mobiliário poderia tornar a aplicação do preceito inoperante pela ausência da necessária tipificação. Assumindo que os valores mobiliários aos quais seria aplicável a Lei do Colarinho Branco sejam aqueles por lei definidos como de competência da Comissão de Valores Mobiliários, temos que ocorre a segunda incongruência.

Esse segundo ponto refere-se ao fato de que a lei penal remete a competência da interlocução processual ao Banco Central, sendo de todo inconsistente a abertura de processo administrativo por esta autoridade monetária, com a eventual aplicação de punição quanto à prática do ilícito relativo a valores mobiliários, pois a competência legal fiscalizatória, punitiva e autorizativa quanto a este objeto seria da Comissão de Valores Mobiliários.

Quase todas essas dificuldades são superadas com o advento de duas medidas fundamentais. Em primeiro lugar, o Banco Central passa a ser somente autoridade monetária, deixando o campo dos valores mobiliários como de competência da CVM. A segunda medida ocorre, à mesma época, quando, com o advento da Lei n. 10.303/2001, a CVM passa a ter competência sobre valores mobiliários não nominados, surgindo os tipos abertos, tais como o contrato de investimento coletivo ou "outros contratos derivativos independentemente dos ativos subjacentes" (inciso VIII do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976).

De toda essa evolução ou ampliação do campo de competência da CVM resultou que, como se verá mais adiante, da definição legal cinco são os pontos caracterizadores do valor mobiliário, a saber:

- i. há, necessariamente, a condição de que a oferta não seja privada, mas pública (veremos as características desta última mais adiante);
- ii. o investimento coletivo deve concretizar-se através da emissão de um título ou pela adesão a um contrato de investimento coletivo;

- iii. tal contrato coletivo ou título deve gerar direitos participativos, de parceria ou de remuneração no negócio ou empreendimento coletivo; ou
- iv. a remuneração constante do título ou do contrato coletivo poderá ser resultante inclusive da prestação de serviços;
- v. os rendimentos devem advir do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Como mencionado anteriormente, a tipologia da lei brasileira refere-se de maneira muito próxima aos elementos caracterizadores do valor mobiliário apontados na decisão do processo *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey and Howey in the Hill Service Inc.*, anteriormente comentado. Lá, os contratos foram considerados como valores mobiliários na medida em que se caracterizavam:

- i. por serem objeto de uma oferta pública;
- ii. com as características de um contratos de investimento;
- iii. feito em dinheiro;
- iv. investido em um empreendimento comum;
- v. realizado com a expectativa de lucro; e
- vi. gerado pelo esforço de terceiro.

Da comparação das duas tipologias, vemos que os elementos comuns a ambas são:

- i. a oferta pública de valor mobiliário;
- ii. a existência de um contrato de investimento;
- iii. caracterizado por ser um empreendimento coletivo ou comum;
- iv. cujo objeto é a expectativa de rendimento ou lucro;
- v. lucro ou rendimento estes produzidos por terceiro ou pelo empreendedor.

Certamente, alguns poucos aditivos ou exclusões foram objeto da atenção do legislador brasileiro. A lei brasileira — ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, em que, fundamentalmente, a Suprema Corte analisava casos concretos, gerados desde a década de 1930 — foi feita como comando abstrato, pensando-se em hipóteses que deverão abranger futuras formas de investimento. Ademais, devemos ter em mente que, em alguns julgados posteriores, emanados da mesma Suprema Corte norte-americana, a definição judicial inicial foi sendo modificada e ampliada para alargar o seu entendimento — vide, por exemplo, a não necessidade de o investimento ser feito só em dinheiro, mas em bem nele avaliável. Na definição brasileira, de outro lado, mantivemos o cacoete de mencionar o velho "título".

Na verdade, o título, que era essencial para a portabilidade do valor mobiliário, deixa de ter significado legal a partir do momento em que as emissões passaram a ser necessariamente sob a forma nominativa; ou seja, o título é mera materialização do valor mobiliário e não palavra sinônima de "valor mobiliário". A condição de investidor decorre da assinatura quando da subscrição de um valor mobiliário emitido ou não. De outro lado, e de acordo com a legislação hoje existente, os direitos e obrigações do emitente não decorrem da existência de algum título. Os direitos e obrigações do emissor nascem quando da oferta do valor mobiliário, e os do investidor quando da subscrição — todos esses direitos e deveres devem encontrar-se inscritos no prospecto da emissão, no estatuto aprovado quando da criação do instrumento de investimento ou das deliberações assembleares dos investidores.

De concreto, entretanto, temos que os pontos de convergência entre a síntese da decisão em *Howey* e a lei nacional podem servir de guia ou ponto de referência ao aplicador da lei nacional, respeitando-se, por óbvio, os conteúdos específicos da nossa legislação.

O que caracteriza o contrato de investimento é a necessária expectativa de ganho por parte daquele que investe. A "expectativa" não significa a "existência de ganho certo", mas a possibilidade de sua ocorrência. Este é um conceito intuitivo e não definido pelas legislações norte-americanas de 1933 e 1934.

Mesmo a definição adotada em *Howey* pela Suprema Corte não foi original, na medida em que se aproveitou do conceito estabelecido pela Corte do estado de Minnesota,¹¹ segundo o qual um contrato de investimento se caracteriza por ser "a colocação de capital ou de dinheiro com a intenção de assegurar a renda ou lucro de seu emprego". Tal definição passou a ser utilizada pelas cortes estaduais, sendo, em seguida, incorporada pela Suprema Corte em 1946.

A tal definição, a Suprema Corte foi agregando outros qualificativos nascidos de seu poder construtivo, e levando em consideração, como razão de decidir, não só a forma do ato praticado pelo ofertante do investimento, como também, e principalmente, a substância econômica do ato, bem como a proteção do investidor, colocando o ofertante na esfera de fiscalização da SEC, obrigando-o a fornecer aos potenciais investidores um volume obrigatório de informações que, de outra maneira, não seria necessariamente fornecido.

Isso significou que a legislação nacional, ao adotar o conceito contido no Direito norte-americano, abriu de maneira extraordinária o campo de atuação de nossa Comissão de Valores Mobiliários. Assim, a lei brasileira, além de buscar

11. *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146. Minn. 32, 56, 177 N.W. 937, 938.

qualificar o que seja contrato de investimento coletivo,¹² ampliou sua base de competência ao determinar: (i) que o emitente poderá ou não ser sociedade por ações, ou mesmo poderá não ser uma sociedade como tal; (ii) a obrigatoriedade de contar com auditor independente registrado junto à Comissão; (iii) a competência da CVM para estabelecer cláusulas e condições a serem adotadas pelos emitentes, junto aos mercados de bolsa ou balcão organizado, bem como para negar autorização a tais colocações; e, finalmente, (iv) a competência da Comissão de Valores Mobiliários para estabelecer as condições de distribuição, mediação, compensação e liquidação das operações, além de atribuir tais tarefas somente para as sociedades ou agentes autônomos junto a ela registrados.

Com base no contido na Medida Provisória n. 1.637/1998, a Comissão de Valores Mobiliários baixa a Instrução n. 270/1998, a qual, quase repetindo os termos da então medida provisória, estabelece que "Considera-se título ou contrato de investimento coletivo aquele gerador de direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

Porém, utilizando-se da competência estabelecida no artigo 1º, § 3º, daquela lei e, provavelmente, buscando resolver só o problema surgido com a venda de valores mobiliários de participação emitidos tendo como ativo *boi gordo*, ela se autoimpôs um limite ao estabelecer no artigo 1º da Instrução n. 270/1998 que "Somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima". Porém, como o comando de lei diz que a CVM poderá exigir a forma acionária, temos que, em se alterando o conteúdo da limitação imposta por ela mesma, outras formas de conglomeração de investimento poderão ser adotadas.

Posteriormente, a edição da Instrução n. 296/1998, dentre outros regramentos, estabeleceu um maior alcance do poder regulatório da CVM, ao estatuir, em seu artigo 4º, que "Podem ser ativo objeto dos contratos de investimento coletivo quaisquer produtos ou subprodutos destinados a fins comerciais". Com tal adendo, que é mais facilmente inteligível se for desconsiderada a palavra "ativo", a Comissão de Valores Mobiliários trouxe para si a fiscalização e o controle dos produtos subjacentes e representados pelos valores mobiliários existentes no mercado, fundamentalmente os mercados à vista e futuro de *commodities*.

Assim, são suscetíveis de normatização e fiscalização por parte da CVM os bens ou ativos que lastreiam os valores mobiliários derivados ou garantidos por

12. Art. 2º, IX, da Lei n. 6.385/1976, incluído pela Lei n. 10.303/2001: "Quando ofertado publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

tais "produtos ou subprodutos destinados a fins comerciais". Porém, essa Instrução inova em face da anterior ao determinar que o prospecto, que necessariamente deve acompanhar a oferta do certificado ao público, deve ser elaborado de forma a passar ao ofertado os dados básicos sobre a companhia emissora e sobre a emissão, bem como as expectativas dos emitentes que justificam a probabilidade de êxito do empreendimento comum.

Também é exigido da companhia emitente que, quer o prospecto, quer todo o material publicitário, devem ser aprovados previamente pela CVM. Dado o grau de inovação e a dificuldade de aferição da solidez do negócio ofertado publicamente, a Comissão de Valores Mobiliários estabelece regras de garantias para o investidor até então não exigidas quando da emissão de outros valores mobiliários.

Posteriormente, com a Instrução n. 350/2001, veio o terceiro lote de regras, o qual se preocupa com a solidez do negócio a ser financiado pela emissão dos contratos de investimento. Neste sentido, a Instrução obriga a que ocorra a prestação de garantia real de bens livres e desembaraçados, por parte da emitente, e equivalentes a no mínimo a 50% do valor principal dos valores mobiliários "em circulação, em tesouraria e a emitir pendentes de registro", quando a emissão ultrapassar determinados parâmetros lá previstos.

Tais garantias não são exigíveis se os certificados forem colocados unicamente junto a investidores qualificados, situação na qual cada certificado não poderá ter valor de colocação inferior a R\$ 150.000,00. Porém, quando o valor atualizado dos certificados emitidos ultrapassar a quantia de R\$ 10.000.000,00 além de ter que prestar garantia, a empresa terá que se registrar como uma companhia aberta, bem como cumprir todas as exigências a ela inerentes.

Ou seja, as companhias emitentes de certificados têm que prestar garantia real a seus investidores, além do que, em ultrapassando determinado limite, passam a se submeter a todo o processo de transparência e prestação de informações ao público que caracteriza as companhias abertas.

Ainda dentro do tratamento diferenciado, coloca a CVM este investimento dentro da categoria de aplicação de alto risco,¹³ ao exigir que o investidor declare expressamente ter tomado conhecimento dos termos constantes do prospecto, além de estabelecer regras quanto à aplicação dos recursos arrecadados com a venda dos contratos de investimento.

13. Além da declaração usual que todos os ofertantes de valores mobiliários têm que fazer, dizendo que a CVM não garante a veracidade das informações prestadas pela empresa emissora, devem as companhias emitentes de certificados de investimento declarar expressamente e em destaque que "a rentabilidade final deste investimento está sujeita às flutuações de preço [...]", bem como que "este investimento não representa parceria rural", retirando a garantia que detêm os ativos utilizados na atividade agropecuária.

Finalmente, e com o intuito de prover maior garantia aos investidores, cria a Instrução a necessidade de entregar ao eventual investidor uma cartilha, feita em linguagem simples e clara, resumindo as informações constantes do prospecto, na qual se detalhem os riscos a que o investidor está exposto, repetindo, novamente, e em destaque, as três declarações acima apontadas. Ou seja, a Instrução n. 350/2001 trata fundamentalmente do estabelecimento de garantias — reais ou outras — por parte do emitente, visando proteger, na medida do possível, o investidor contra eventual insucesso.

Resta, finalmente, discutir o alcance do aumento da competência da Comissão de Valores Mobiliários trazido pela Lei n. 10.198/2001, em face do conceito de contrato de investimento coletivo. Assim, analisaremos os seguintes aspectos:

- i. Títulos ou contratos de investimento coletivo.
- ii. Direitos participativos ou de parceria.
- iii. Prestação de serviços.
- iv. Rendimento advindo do esforço do empreendedor ou de terceiro.
- v. Direitos participativos.

4.4.1 Títulos ou contratos de investimento coletivo

Os títulos ou contratos de investimento coletivo¹⁴ surgem ao ofertar-se o mesmo contrato de investimento a um conjunto de parceiros para aderirem à oferta pública, caracterizando-os como partícipes de um empreendimento comum, conforme a definição constante em *Howey*. A ideia inicial é que o investidor seja um elemento total ou parcialmente passivo na relação contratual, na medida em que entregue ao gestor dinheiro, ou bem nele avaliável, para que seja gerido por terceiro.

Diferentemente do paradigma norte-americano, que ampliou o conceito de contrato de investimento via posteriores decisões da Suprema Corte, a lei brasileira ampliou o alcance da norma, ao estabelecer que o investimento coletivo surge

14. Na vertente norte-americana, o contrato de investimento, para os fins da Lei de 1933 e tendo por fundamento os julgados da Suprema Corte, "means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profit solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interest in the physical assets employed in the enterprise. [...] It embodies a flexible rather than a static principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profit. [...] They are offering an opportunity to contribute money and to share in the profits of a large citrus fruit enterprise managed and partly owned by respondents. [...] The investment contracts in this instance take a form of a land sale contracts, warranty deeds and service contracts which respondents offer to prospective investors." (LOSS, Louis; SFLIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Op. cit., p. 184-185).

quando a expectativa de remuneração do investidor decorra exclusivamente "do esforço do empreendedor ou de terceiro", excluindo a participação, mesmo menor, do próprio investidor.

Porém, para o que nos interessa, temos que, se de um lado a lei brasileira evitou discutir a gradação da eventual participação do investidor, deixou, de outro lado, o flanco aberto para a discussão do julgador nacional, caso haja alguma participação ou interferência administrativa do investidor na gestão do empreendimento.

Caso se analise somente a literalidade do texto legal, pode-se entender que o fato gerador ocorre só quando há a atividade exclusiva do "empreendedor ou terceiro", ficando a dúvida quanto às situações nas quais ocorrem orientações de investimento, emanadas de investidores reunidos informalmente ou em assembleias, das quais decorram suas determinações de comportamento ao empreendedor.

Muito embora, na maioria das vezes, as situações não sejam tão meridianamente claras, temos que levar em consideração, de um lado, o investidor e, de outro, o gestor, sendo o valor mobiliário ou o contrato de investimento o elo jurídico que os liga.

Normalmente, o empreendimento comum ou coletivo se manifesta pela existência de uma pessoa jurídica ou de um condomínio de interesses, como no caso do fundo de investimento sem tal personalização, sendo que ambos emitem ou entregam os valores mobiliários na proporção dos investimentos recebidos.

Porém, a inexistência de pessoa jurídica não descaracteriza o valor mobiliário, indiferentemente de que tenha sido emitido ou de que tenham suas obrigações nascido de uma pessoa jurídica, de uma associação de interesses não personalizada ou de uma pessoa física — como no caso dos *crowdfundings*, por exemplo. O que é relevante é a existência do interesse comum no sucesso do empreendimento. Assim, o fundamento da comunhão é a existência de interesse econômico interligado juridicamente.

Porém, a expressão "empreendimento comum" na construção jurisprudencial norte-americana não significou que ambos exerçam as mesmas funções ou o mesmo grau de controle sobre o investimento. Lá, e originariamente, se entendia que o valor mobiliário seria caracterizável se o lucto adviesse do esforço exclusivo de terceiro que não o próprio investidor.¹⁵

15. SEC v. W. J. Howey: "[...] solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interest in the physical assets employed by the enterprise." Porém, a hipótese do esforço de terceiro, como caracterizadora do esforço do valor mobiliário, não aparece repentinamente no julgamento da Suprema Corte, que data de 1946. Ao contrário, a decisão foi precedida de julgamentos de cortes estaduais, que já mencionavam essa característica individualizadora do investimento. Tal direcionamento fica bastante claro em *Lewis v. Creaseway*.

Posteriormente, entretanto, verificou-se que a existência do empreendimento em cuja transação o investidor passa a ter uma parcela de influência na tentativa de obtenção do lucro também se caracterizou como valor mobiliário. Tal ingerência pode ocorrer nos negócios de licenciamento (*franchise*), nos quais o lucro depende da excelência do produto licenciado, bem como da assistência técnica que o licenciador dê.

Não será valor mobiliário se o resultado se originar do trabalho do licenciado e se seu esforço for considerado imprescindível para que o empreendimento prospere. A participação direta fica mais visível no caso dos investimentos a termo, nos quais o investidor diretamente decide o momento propício para a eventual realização do lucro, levando em consideração as futuras flutuações de mercado. Em ambas as hipóteses o esforço não foi exclusivamente de terceiro para que o lucro surgisse. Tal situação, entretanto, não é descaracterizadora da presença de um valor mobiliário.

Se a participação do investidor não descaracteriza a existência de um valor mobiliário, a inexistência do terceiro que irá procurar produzir o lucro pelo investimento feito poderá fazer com que inexista a competência da CVM para reger a relação contratual, muito embora tenha ocorrido um investimento. Assim, uma pessoa pode investir em diamantes, obras de arte, etc., na expectativa da valorização do mercado. Em tais situações, não há que se falar na existência de valor mobiliário, muito embora seja o investimento feito em um bem móvel. Um valor mobiliário passaria a existir se o pintor oferecesse à venda cotas de participação no resultado da alienação de seu futuro quadro, ou se o vendedor de diamantes oferecesse à subscrição parte ideal de um diamante que irá ser lapidado, ou parte de um lote de diamantes, na busca de lucro futuro.

O investimento não pode ser considerado isoladamente como elemento caracterizador, mas, usualmente, deve ser confrontado com as outras características, inclusive com a existência de terceiro gestor do investimento. Mesmo se considerarmos os mercados não à vista, quer o de títulos, quer o de mercadorias, tais como contratos futuros, opções, índices, etc., veremos que existe o empreendimento comum.

Nos mercados não à vista o lucro eventual do investimento dependerá do sucesso do papel ou da mercadoria em época futura. Tal acontecimento irá depender do comportamento do mercado à vista, à época do vencimento do contrato, o qual, por sua vez, será reflexo do sucesso ou não da empresa ou da mercadoria transacionada.

Corp., 198 Ky. 409, p. 413-414, 248 SW 1.046, 1.48 (1923): "[...] the investor will earn his profit through the effort of others [...]" Mesmo a própria SEC, em 1939, no caso SEC v. Universal Service, 10^o F. 2d., 232, 237 (7th. Cir. 1939), propôs em juízo que se considerasse como valor mobiliário "the investment of money with expectation of profit through the efforts of other persons".

Mesmo os mercados mais etéreos, como os de índices de ações, estão relacionados com cotações futuras, as quais estarão dependendo do comportamento do mercado à vista à época do vencimento, o qual, por sua vez, deverá refletir a situação da empresa, ou outros fatores, como investimentos alternativos, bem como os fatos políticos relevantes que possam influir na expectativa da variação do preço futuro.

Porém, se ignorarmos momentaneamente os intermediários, veremos que, em todas as hipóteses, nas pontas inicial e final do negócio há sempre o empreendimento comum que visa à obtenção de lucro. Estes são alguns pontos que, no futuro, poderão merecer a atenção do órgão regulador do mercado de valores mobiliários, ou dos julgadores administrativos ou judiciais.

4.4.2 Direitos participativos ou de parceria

Na geração de direitos participativos ou de parceria, a compra de um bem a título de investimento se caracteriza pela expectativa de lucro, distinguindo-se, tal situação, da simples compra para consumo. A mais-valia obtida por esforço próprio e destinada ao seu consumo não caracteriza um valor mobiliário. Este, não importa se emitido ou não, é resultante da expectativa de obtenção de lucro por parte do investidor, que se materializa através do juro, do dividendo, ou de qualquer outra situação que caracterize a expectativa de um acréscimo real ao montante inicialmente aplicado. Se o investimento for de risco, não tem sentido falar em lucro, já que este é incerto.

Desta forma, não será a ausência de dividendo que descaracterizará a ação como valor mobiliário, nem o juro de qualquer título de crédito ofertado ao público irá restringir sua qualidade de valor mobiliário. Porém, a expectativa de lucro, como elemento isolado, não pode ser levada em consideração como condição caracterizadora ou não do valor mobiliário. A previsão de lucro tem que existir, mas, como se verá, sozinha não é característica suficiente.

A expectativa terá que se manifestar pela esperança de receber dinheiro ou bem que em dinheiro seja valorável, como novas ações por capitalização de lucros, ações por conversão de debêntures, resgate de *commercial paper*, entrega de produtos, etc. Se a expectativa de lucro é elemento essencial à caracterização do valor mobiliário, teremos, necessariamente, que explorar o sentido da palavra "lucro".

O lucro deve ser o excesso recebido, ou que se tenha direito ou a expectativa de receber, além do capital inicialmente aplicado. O lucro, então, para sua caracterização, pode ou não ser recebido pelo investidor; mas, se não o for, deverá haver alguma demonstração da expectativa de incremento do valor patrimonial do contrato de investimento adquirido pelo investidor.

Porém, se o lucro do investimento se materializar pela fruição de algum bem ou direito, não haverá, de forma necessária, a materialização do lucro, nem a emissão de um novo valor mobiliário que a represente, mas haverá a mais-valia oriunda do investimento feito. Assim, o lucro pode manifestar-se pela percepção de dinheiro, bens de consumo, outros valores mobiliários que representem o acréscimo patrimonial eventualmente havido, havendo, ainda, o lucro que se manifesta não monetariamente, mas pelo uso ou fruição oriundo de direito previamente contratado e resultante de investimento de risco feito.

Nesse contexto, lucro deve ser entendido como benefício econômico oriundo de um contrato de investimento de risco, sendo irrelevante ele ser ou não distribuído, fixo ou variável.

Assim, não é relevante para a caracterização de um valor mobiliário o nome com o qual este venha ao mundo. O que realmente importa é a substância do negócio jurídico e seu fundamento econômico, ambos demonstrando um investimento. Neste sentido, a compra de um imóvel dificilmente será caracterizada como a aquisição de um valor mobiliário.

Entretanto, se a aquisição do imóvel for acompanhada, obrigatoriamente, da assinatura de um contrato pelo qual o administrador se responsabiliza pela locação do imóvel, dando garantia mínima de retorno, enfatizando o lucro do empreendimento como um bom investimento, a característica do negócio começa a mudar sua substância. Pela mesma razão, não é porque o empreendedor afirme que está oferecendo ações que, automaticamente, o papel será considerado como valor mobiliário, na medida em que o bem ofertado não preencha as características jurídicas e econômicas caracterizadoras da ação.

Qualquer que seja a denominação que se dê, somente será considerado valor mobiliário se preenchidas as condições intrínsecas deste.¹⁶ Tão importante como determinar o que se vende será sabermos qual a modalidade da oferta que se oferece à venda, já que se podem oferecer ao público unidades fracionárias de um imóvel, ou ações de uma empresa, na qual o imóvel tenha sido capitalizado.

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

16. Moore v. Stella (52 Cal-2d. 766): "the purpose of [...] the various definitions of 'security' is to subject to regulations all schemes for investment, regardless of the forms and procedures employed which are designed to lead investors into enterprises where the earnings and profits of business or speculative ventures must come through the management, control, and operations of others and which regardless of form, have the characteristic of operations by corporations, trust or similar business structures."

trabalho de terceiro para que a mais-valia se produza, então um dos dois elementos caracterizadores do valor mobiliário surge.

Pelos elementos analisados, já se pode concluir que determinado título de crédito, em certa circunstância, será um valor mobiliário; em outra, não. Assim, a nota promissória dada em garantia pela compra de um bem não será valor mobiliário, mas título de garantia de pagamento. Porém, se o mesmo título for emitido como forma de capitalização de um investimento comum — como no caso das notas comerciais —, adentraremos ao campo dos valores mobiliários. Na primeira hipótese, a nota promissória, enquanto título de crédito, nasce sob forma jurídica rígida, que se caracteriza pela literalidade e autonomia. Ou seja, a sua existência concreta é essencial. Já os valores mobiliários, se emitidos, reportam-se aos estatutos ou ao prospecto de emissão, sendo desnecessária a sua existência física para que o valor mobiliário exista como tal. O fator distintivo se caracteriza pela natureza da condição de participação enquanto investidor ou garantidor no empreendimento ou na transação geradora da dívida. Há que se levar em consideração não só a caracterização do instrumental oferecido, mas também o alcance de sua distribuição, bem como o apelo que se faz ao investidor.

O fundamental é que a agressividade empresarial, aliada à imaginação pragmática e não formalística, fez com que os órgãos de controle dos Estados ampliassem a fiscalização aos títulos ofertados ao público como forma de capitalização de empreendimentos. Quer pelo leque de investimentos oferecidos, quer pelo tamanho do mercado, quer, finalmente, pela pouca severidade das leis societárias, criaram-se os organismos estatais de controle de atos e a obrigatoriedade de divulgação de informações.

Nesse ponto, o modelo norte-americano, mais intervencionista, que se cristalizaria com a criação da Securities and Exchange Commission, distancia-se ou distingue-se do sistema europeu, inclusive do inglês. Mais tarde, outros países, que tinham como único sistema de controle o equivalente aos atos arquivados no Registro de Comércio e publicados, obrigatoriamente insuficientes, passam a adotar o sistema norte-americano, com a criação de órgãos e regras específicas de controle das informações fornecidas ao público investidor.

Como fundamento para o surgimento deste ramo do Direito dos negócios está a proteção do investidor quando o valor mobiliário for publicamente ofertado. Quando a colocação for privada, a rígida proteção estatal inexistente, sendo os direitos e obrigações, face ao valor mobiliário, suscetíveis de solução numa relação eminentemente privatística.

Mas a proteção do investidor, muito embora um fim em si mesma, não é elemento caracterizador, na medida em que a proposta fundamental de todo e qualquer sistema jurídico é prover garantias. Será necessário, para que se caracterize o valor mobiliário, que este preencha os indicadores anteriormente apontados; estes

terão que ser confrontados com a intenção inequívoca de investimento contida no ato, bem como com o propósito da intervenção do Estado no campo dos valores mobiliários. Da união desses dois módulos é que se poderá desenhar o que seja contrato de investimento, para os efeitos aqui discutidos.

Da análise do até aqui exposto, e considerando-se o limite da aplicação do termo em face da realidade brasileira, deve-se adotar interpretação mais abrangente na conceituação, de forma a adequar a previsão agora não exaustiva da lei à realidade cambiante da economia e dos negócios empresariais, de sorte que o Estado possa exercer o seu poder de polícia na proteção da poupança privada em face dos investimentos coletivos ofertados. Isso porque o conceito deve ser apto a apontar situações futuras, hoje não suscetíveis de previsão lógica; mas, ao mesmo tempo, com o mecanismo das isenções, possa a legislação desburocratizar determinadas ofertas ou lançamentos ao público, especificamente para não impossibilitar, pelo custo e pela complexidade, os mecanismos de capitalização dos pequenos e médios empreendimentos.

Muito embora o sistema da itemização tenha se mostrado mais simples, também deve ser dito que só foi de auxílio relevante para os valores que já tenham conteúdo e perfil próprios por definição de outros setores da legislação. A opção pelo esquema da listagem oferecia o inconveniente da sua reformulação legislativa periódica ou, o que é pior, da colocação de situações vagas — e, portanto, ambíguas —, na tentativa de abranger situações não previsíveis quando da elaboração da listagem legislativa.

Ademais, creio que a listagem é ainda inconveniente ao tentar prever futuros tipos de investimento. Ao enumerar os valores mobiliários em uma lista fixa, não se pode vislumbrar ou distinguir as situações fáticas que existirão quando os papéis forem efetivamente emitidos. Isso porque um mesmo título poderá ser investimento ou garantia de pagamento, como ocorre com a emissão da nota promissória, a qual não será necessariamente valor mobiliário. Já a emissão de um *commercial paper* — aproveitando-me da denominação utilizada tanto pela Comissão de Valores Mobiliários como pelo mercado — será um valor mobiliário.

Ou seja, a pura nominação, desligada do contexto de atuação, poderia levar a situações paradoxais. Tais dificuldades, porém, diziam mais respeito à sistematização do conceito de valor mobiliário no Brasil — que, até então, dava-se só sob a forma de listagem — do que à adoção do modelo norte-americano. A diferença é que, como lá os tribunais vieram moldando, desde a década de 1930, o conceito de valor mobiliário, uma respeitável jurisprudência e uma aceitação do conceito já vêm se consolidando.

Seria bastante danoso ao sistema norte-americano querer, depois de passados mais de meio século de sedimentação conceitual, mudar do sistema da listagem exaustiva para o da definição pura. Isto significaria o abandono ou reexame

de toda a jurisprudência da Suprema Corte norte-americana formada ao longo do tempo, a qual, diferentemente da realidade brasileira, tem uma influência extremada no país como um todo. Esta foi a razão pela qual o projeto do "Federal Securities Code",¹⁷ optou por manter a listagem constante das legislações de 1933 e 1934, ao invés de se aventurar por desenhar uma definição do que seja valor mobiliário.^{18, 19}

4.4.3 Prestação de serviços

A definição brasileira inovou ao determinar, como característica do contrato de investimento, que a remuneração constante do título ou contrato coletivo pode resultar, inclusive, da prestação de serviço. A adição da prestação de serviços, não constante na sentença de *Howey*, talvez demonstre a preocupação do legislador com a possibilidade remota de que alguém pudesse pretextar, em tais prestações, a inexistência do contrato de investimento. Em realidade, tal possibilidade me parece remota ou mesmo impossível, partindo inclusive da realidade factual de *Howey*, na medida em que seu segundo contrato, fundamental para a decisão, era o da prestação de serviços de plantar, cuidar e vender a produção de laranjas.

17. Dada a complexidade da legislação norte-americana concernente aos valores mobiliários, a American Bar Association, por intermédio de seu Committee on Federal Regulation of Securities, com o apoio da Securities and Exchange Commission e do American Law Institute, formalizou a criação de um grupo de trabalho para alterar e consolidar, a nível de lei, a esparsa legislação concernente ao Direito dos Valores Mobiliários. Esse grupo foi liderado e teve como relator o Professor Louis Loss, tendo o seu projeto, o Federal Securities Code, sido enviado ao Congresso, onde ainda lá se encontra. Nesse meio tempo, vários dos dispositivos do projeto de Código, muito embora ainda não aprovados pelo Congresso norte-americano, já foram adotados pelas legislações estaduais (Blue Sky Laws), bem como por julgados emanados do Poder Judiciário.

18. Section 297 [Security]. (a) [General] "Security means a bond, debenture, note, evidence of indebtedness, share in a company (whether or not transferable or denominated stock), preorganization certificate or subscription, certificate of interest or participation in a profit-sharing agreement, investment contract, collateral trust certificate, equipment trust certificate, noting trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, an interest or instrument commonly considered to be a "security", or a certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guaranty of, or warrant or right to subscribe to or purchase or sell, any of the foregoing". (b) [Exclusions] "security" does not include (1) currency, (2) a check (whether or not certificated), draft, bill of exchange, or bank letter of credit, (3) a note or other evidence of indebtedness issue in a mercantile transaction, (4) an interest in a deposit account with a bank (including a certificate of deposit that ranks a parity with such as an interest) or with a saving and loan association, (5) an insurance policy issued by an insurance company, or (6) an annuity contract issued by an insurance company (except a contract whose benefits vary to reflect the investment experience of a separate account)".

19. "[...] be changed as little as possible, both there is now a considerable body of jurisprudence and it was substantially followed in the Uniform Securities Act, so that there is now a degree of uniformity at both state and federal levels." Federal Securities Code, Tentative Draft, n. 1, p. 53-54, bem como Federal Securities Code, Reporters Revision of Tentative Drafts, n. 1 a n. 3, p. 34-35.

Sem a prestação de tais serviços, teríamos um mero contrato de compra e venda de terra rural.

4.4.4 Rendimento advindo do esforço do empreendedor ou de terceiro

Outro ponto característico do valor mobiliário está em que o rendimento advinha do esforço do empreendedor ou de terceiro. Como já foi anteriormente mencionado, o pressuposto é que o investidor não controle o empreendimento no qual seus recursos foram investidos. Assim, o debenturista não tem poder de gestão, e o preenchimento de sua expectativa financeira depende diretamente do sucesso do tomador dos recursos.

É esta a situação que gera o aparecimento do papel regulador do Estado, dada a inexistência, em maior ou menor grau, do poder de decisão do investidor sobre seu investimento. Se o investidor é protegido pela legislação, é porque ele, isoladamente, não se encontra em condições de obter sozinho todas as informações necessárias para analisar e decidir quanto ao risco do investimento a ser eventualmente assumido.

Após a entrega dos recursos, a título de investimento de risco, o tomador é quem passa fundamentalmente a comandar a ação. Em assim sendo, é característica do valor mobiliário, em diferentes graus de intensidade, a ausência de controle do investidor sobre o empreendimento.

O acionista pode, se houver quórum, remover o administrador, mas o ato de aplicação dos recursos recebidos como investimento é competência da administração enquanto ato de gestão, e não das assembleias. Assim sendo, o investidor não tem controle direto sobre o empreendimento no qual tenha feito seu investimento, mas, através de mecanismos legais, pode ter controle indireto e, quase sempre, *a posteriori*, quanto à prática do ato de gestão dos recursos investidos.

Porém, qualquer que seja a hipótese, fica claro que o objetivo principal do investidor é a expectativa de obtenção de lucro através do esforço de terceiro, qual seja, do administrador. Se visível a passividade do investidor, esta, entretanto, não será sempre ocorrente; a variação crescente da interferência fará com que se confundam na mesma pessoa os atos de investir e o de gestão.

Caso haja a fusão entre as figuras do gestor e do investidor, a lei não irá protegê-lo, já que a coincidência do ato de investir e administrar o investimento faz com que os elementos de fornecimento de informações, dever de diligência, etc. desapareçam. Neste caso, além de ser necessário verificar se estamos em face de um investimento coletivo, nenhum investidor poderá alegar que foi prejudicado por si próprio, enquanto administrador de seus próprios investimentos. Diferentemente da passividade do investimento de risco, no investimento comercial o ato de investir na compra de determinada coisa, bem como o seu uso, encontram-se

sujeitos a uma relação unitária do administrador envolvendo recursos próprios do empreendimento de risco.

Usualmente, quando se assina um contrato de investimento, o administrador é quem detém o conhecimento especializado que, pela gestão dos recursos do investidor, irá produzir o lucro almejado por ambos. A falta de conhecimento ou de especialização gera a possibilidade de investimento sem que o investidor tenha conhecimento do mercado onde seus recursos estão sendo investidos.

No que tange ao investidor, desde que legalmente possível, tanto faz que os recursos sejam aplicados em um ou em outro tipo de investimento, desde que haja a expectativa de obtenção do retorno esperado. É esta falta de conhecimento, ou falta de vontade de conhecer, que coloca o investidor na situação mais frágil do contrato de investimento, e o administrador do investimento na posição mais forte, enquanto ator fiduciário do investidor. A legislação existe fundamentalmente para proteger o investidor em função, inclusive, da falta de *expertise* quanto ao ramo de atividade no qual investiu seus recursos.

4.4.5 Direitos participativos

É irrelevante que o contrato de investimento se materialize através de uma das três possibilidades; a saber: (i) contrato de investimento coletivo, (ii) título gerador de direitos participativos, ou (iii) título gerador da remuneração do empreendimento comum. Uma vez ocorrida a aplicação no investimento, este gera direitos e obrigações para ambas as partes, os quais podem ou não se corporificar em algum tipo de documento representativo da relação jurídica existente.

Diferentemente dos títulos de crédito, os direitos e deveres oriundos da relação jurídica decorrente dos valores mobiliários não se materializam, necessária e automaticamente, em um título ou de um título. Pelo contrário, a relação oriunda do investimento de risco não necessita nem mesmo que o título seja emitido para que o direito se manifeste. Ainda, também as alterações dos direitos não dependem, necessariamente, da autonomia da relação jurídica, pois podem ser suscetíveis de alteração pela manifestação majoritária expressa em assembleia se o valor mobiliário for caracterizado como uma emissão pública, gerando direitos equivalentes sobre um mesmo patrimônio.

4.5 ALCANCE, LIMITAÇÕES E EXCLUSÕES

Em conclusão, e para efeito do mercado de capitais, "valor mobiliário" é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional.

O investimento é feito sempre em caráter associativo, resultando de uma oferta pública, cujas regras criadoras de direitos e deveres estão inscritas nos estatutos das sociedades ou dos fundos de investimento, nas escrituras de emissão dos valores mobiliários, bem como nos contratos sociais e nas regras que regulam a oferta de valores mobiliários não à vista, tendo como parâmetro os dispositivos legais. Tais investimentos têm sua remuneração (i) ou calculada em função do lucro obtido, como no caso do dividendo, (ii) ou realizada com uma quantia fixa, que independe ou prescinde da produção do lucro para que a obrigação se materialize, como no caso do juro. Ademais, normalmente, os valores mobiliários que pagam uma quantia variável em função do lucro só permitem que se saia do investimento pela sua alienação a outro investidor, ressalvadas as hipóteses não usuais da amortização, resgate, reembolso ou liquidação da sociedade ou da associação de investimento. Já os valores mobiliários de renda pré-determinada, como regra, têm data de vencimento, época na qual o tomador do recurso paga ao investidor o principal, além do juro que já foi ou é pago quando do resgate do título. A essa característica dos valores mobiliários de renda fixa soma-se a possibilidade de sua negociação no mercado secundário antes do seu vencimento ou resgate. Ademais, o investimento associativo de renda variável, normalmente, não goza de garantia colateral; porém, em contrapartida, é dotado de sistema coletivo de deliberação, conforme regras estabelecidas no contrato que acompanha a oferta do valor mobiliário ao público, principalmente no que diz respeito à produção do lucro e à sua distribuição.

Finalmente, há que se discutir os investimentos que se materializam em valores mobiliários puramente especulativos, que são aqueles feitos na expectativa de futura ocorrência de variações de preço de mercadoria, moeda, taxa de juros ou de outros tipos de investimento — isto é, contratos derivados em geral —, cuja expectativa de lucro é derivada de um segundo bem ou de outro valor mobiliário. Estes se materializam nos mercados futuros ou a termo de ações, de *commodities*, etc., e são usados também com o objetivo de diminuir o risco de futura e brusca variação de preço pela conseqüente menor oscilação do respectivo mercado em função da proteção ou *hedge* que tais tipos de transação propiciam.

Claro está que a tentativa de divisão feita acima não exclui a possibilidade de surgimento de modalidades de emissão de valores mobiliários que contrariem a sistemática geral. Assim, por exemplo, as debêntures são valores mobiliários usualmente remunerados com uma quantia fixa; porém, nada impede que uma debênture dê ao investidor o pagamento de quantia que tenha por base de cálculo o lucro da sociedade ou de dado segmento empresarial da companhia. Assim, analisaremos primeiramente os valores mobiliários previstos em lei, cuja competência normativa pertença à Comissão de Valores Mobiliários — aqui denominados “ortodoxos” —, para, em seguida, discutir aqueles que surgiram em nosso mercado

a partir da interpretação dos conceitos abertos trazidos pela Lei n. 10.303/2001. Dentro dos valores mobiliários ortodoxos, iniciaremos com a análise da ação, seguida pela das debêntures.