

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA NOVA LEI DAS S/A

NELSON EIZIRIK

A Lei 10.303, de 31.10.2001, que reformou a Lei das S/A, ao dar nova redação ao art. 2º da Lei 6.385/1976, disciplinou o instituto dos *valores mobiliários*, fundamental para a regulação do mercado de capitais.

Da mesma forma que ocorre em outros sistemas legais, a noção de *valor mobiliário*, entre nós, é basicamente *instrumental*, uma vez que se destina a delimitar a regulação estatal do mercado de capitais, a regulação como um mercado de risco, por envolver a captação popular de recursos por parte das companhias abertas e dos demais emissores de tais títulos.

O art. 1º da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 10.303/2001, dispõe que serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com essa lei, dentre outras, as atividades de emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a negociação e intermediação no mercado de derivativos, que também são considerados valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e Mercadorias nas quais são negociados valores mobiliários; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Assim, a competência da CVM de regulamentar, fiscalizar e aplicar sanções administrativas está circunscrita e limitada aos emissores de valores mobiliários, bem como seus controladores e administradores,

A disciplina prevista na Lei 6.385/1976 alcança não só as companhias abertas, como também os demais emissores de valores mobiliários, nos termos de seu art. 2º, § 2º, com a redação dada pela Lei 10.303/2001.

Ao regulamentar a emissão e distribuição de valores mobiliários poderá a CVM, nos termos do § 3º do art. 1º da Lei 6.385, em sua nova redação: a) exigir que os emissores de valores mobiliários destinados a distribuição pública se constituam sob a forma de sociedade anônima; b) exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto para o qual se destinam sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM; c) dispensar, na distribuição pública de valores mobiliários, a participação integrante do sistema de distribuição, atuando como *underwriter*; e d) estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento destinados a negociação pública, recusando a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça tais padrões.

A noção de *valor mobiliário* foi senão do objeto de *construção legal* nos diversos sistemas legislativos, visando a enquadrar

tais títulos à técnica de negociação em massa, dada sua fungibilidade, independente-mente de constituírem ou não títulos de crédito.

A legislação brasileira até o advento da Medida Provisória 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei 10.198, de 14.2.2001, não havia concebido os valores mobiliários, os quais eram objeto de enumeração taxativa, mediante instrumentos legais e regulamentares.

A Lei 10.198/2001 constituiu importante marco no direito sobre mercado de capitais ao conferir uma concepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação do conceito de *security* do Direito Norte-Americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais.

A legislação societária até a edição da Medida Provisória 1.637, de 8.1.1998, conhecida na Lei 10.303/2001, não havia concebido os "valores mobiliários", preferindo o legislador apenas enumerá-los.

Entre nós, a expressão "valores mobiliários" designava os títulos emitidos por sociedades anônimas, ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição no mercado assim como de negociação em Bolsa de Valores e no mercado de títulos e valores mobiliários de investimento coletivo previstos em leis e regulamentos específicos.

A Lei 6.385/1976, em seu art. 2º, na sua feição original, considerava como valores mobiliários: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bonus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Posteriormente, o Decreto-lei 2.286, de 23.7.1986, estabeleceu, em seu art. 3º, também constituírem valores mobiliários os títulos e debêntures, os cupões desses títulos e os bonus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

1. Nelson Eizirik e Flávia Perene, "Aplicação do conceito de valor mobiliário no Direito Brasileiro", *Revista da CVM* 27, outubro/1998.

biliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976: a) os índices representativos de carteira de ações; e b) as opções de compra e venda de valores mobiliários.

A Resolução 1.723, de 27.6.1990, do Conselho Monetário Nacional, com base no inciso III do art. 2º da Lei 6.385/1976, dispõe, em seu art. 1º, que são considerados valores mobiliários, para os efeitos da Lei 6.385/1976, as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinadas a oferta pública (*commercial papers*).

A lei e a regulamentação administrativa também passaram a incluir no conceito de *valores mobiliários*: a) as opções em Bolsa (Instrução CVM-14, de 17.10.1980); b) os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósito (Resolução CMN-1.907, de 26.2.1992); c) as opções de debêntures (Instrução CVM-193, de 23.9.1992); d) as quotas de fundos imobiliários (art. 3º da Lei 8.668, de 25.6.1993); e) os certificados de investimento audiovisuais (Lei 8.685, de 20.7.1993, regulamentada pelo Decreto 974, de 8.11.1993); f) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (Resolução CMN-2.405, de 25.6.1997); g) os certificados de recebíveis imobiliários - CRI (art. 6º da Lei 9.514, de 20.11.1997, e Resolução CVM-267, de 1.8.1997); h) as inscrições no mercado assim como de negociação em Bolsa de Valores e no mercado de títulos e valores mobiliários de investimento coletivo previstos em leis e regulamentos específicos.

Por outro lado, foram excluídos do âmbito de fiscalização da CVM: a) os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal que integram o mercado monetário (Lei 6.385/1976, art. 2º, parágrafo único, I, e art. 1º, § 1º, da Lei 10.198/2001); b) os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, como são típicasmente aqueles emitidos pelos bancos (Certificados de Depósito Bancário) ou de aceite (tras de Câmbio), nos termos do inciso II do parágrafo único do art. 2º da Lei 6.385/1976 e art. 1º, § 1º, da Lei 10.198/2001; c) as notas promissórias emitidas por instituições financeiras, sociedades corretoras, sociedades

Resolução CMN-2.517, de 29.6.1998). Resolução CMN-2.517, de 29.6.1998). CRI (art. 6º da Lei 9.514, de 20.11.1997, e Resolução CVM-267, de 1.8.1997); g) os certificados de recebíveis imobiliários - CRI (art. 6º da Lei 9.514, de 20.11.1997, e Resolução CVM-267, de 1.8.1997); h) as inscrições no mercado assim como de negociação em Bolsa de Valores e no mercado de títulos e valores mobiliários de investimento coletivo previstos em leis e regulamentos específicos.

CVM. Dado o caráter flexível do conceito de "títulos e contratos de investimento como são aqueles emitidos por bancos (Certificados de Depósito Bancário, por exemplo) ou de aceite de fianças (como são emitidos pelo Banco Central).

Tais títulos não são considerados valores mobiliários para os efeitos da Lei 6.385/1976, sendo sua negociação objeto de fiscalização por parte do Banco Central.

Nos termos do art. 2º da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 10.303/2001, são considerados valores mobiliários, cuja distribuição pública e negociação é sujeita à fiscalização da CVM: 1) as ações, debêntures e bônus de subscrição; 2) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima referidos; 3) os certificados de depósito de valores mobiliários; 4) as cédulas de debêntures; 5) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento para os efeitos legais.

Os incisos I, II, III e IV do art. 2º da Lei 6.385/1976 com a nova redação referida em legislação e regulamentação anterior tem a seguinte redação: "a nova redação dada ao parágrafo único do art. 44 pela Lei 10.303/2001, nos termos da qual ficou vedado às companhias abertas emitir partes beneficiárias."

O inciso I enumera os valores mobiliários de emissão de companhias abertas previstos na Lei 6.385/1976 em sua feição original: ações, debêntures e bônus de subscrição.

Já os incisos II, III e IV, visando a sistematizar a disciplina legal e regulamentar valores mobiliários determinados *diversamente* anterior, elencam determinados valores mobiliários, independentemente dos ativos subjacentes; e 9) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Em sua redação original o art. 2º, em seu inciso III, em norma de duvidosa constitucionalidade, dispunha que o Conselho Monetário Nacional - CMN poderia, a seu critério, entender como valores mobiliários outros títulos emitidos por sociedades anônimas, além das ações, partes beneficiárias, debêntures, os cupons de tais títulos e os bônus de subscrição.

Com a nova redação dada ao art. 2º da Lei 6.385/1976 não mais existe a possibilidade de ser aumentado o elenco de valores mobiliários, seja pelo CMN, seja pela

Diversa é a situação dos fundos de investimento, cujas cotas podem ser ou não consideradas valores mobiliários, sem que se logre perceber qual a razão do tratamento diferenciado daquele estabelecido para os títulos e os bônus de subscrição.

Com a nova redação dada ao art. 2º da Lei 6.385/1976 não mais existe a possibilidade de ser aumentado o elenco de valores mobiliários, seja pelo CMN, seja pela

Diversa é a situação dos fundos de investimento, cujas cotas podem ser ou não consideradas valores mobiliários, sem que se logre perceber qual a razão do tratamento diferenciado daquele estabelecido para os títulos e os bônus de subscrição.

O sistema de funcionamento das empresas que negociam com "bol gordo" é semelhante ao de um clube de investimento: os investidores, chamados de "parceiros proprietários", aplicam seus recursos e se vendedores ou "parceiros tratadores e criadores" encarrregam-se da compra, engorda e venda do animal.

O contrato de "bol gordo" pode ser considerado uma espécie de parceria agrícola, prevista no Código Civil nos arts. 1.410 a 1.423, com algumas particularidades, estabelecidas com base no princípio da autonomia contratual.

Com a edição da Lei 10.198/2001, que considera como *valor mobiliário* qualquer contrato de investimento coletivo, ofertado publicamente, que gere lucros que advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, os contratos de "bol gordo" passaram a ser regulados e fiscalizados pela CVM, que, em 23.1.1998, editou a Instrução 270, dispondo sobre o registro das companhias emissoras de títulos e contratos de investimentos coletivos, dentre as quais incluem-se as empresas ligadas à engorda de gado.

A Lei 10.303/2001, ao dar nova redação ao art. 2º da Lei 6.385/1976, visou a: conferir maior sistematicidade ao elenco de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976; incluir novos títulos e contratos em tal elenco.

Repetindo o disposto no regime anterior, o § 1º do art. 2º da Lei 6.385/1976 dispõe que se excluem do regime da lei: os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, posto que integram o mercado monetário; os títulos cambiais de res-

3. A respeito, consulte-se: Haroldo Malheiros Duclerc Vergosa, "A CVM e os contratos de investimento coletivo" (bol gordo e outros)", *RDM* 108/91 e ss.

4. Haroldo Malheiros Duclerc Vergosa ("A CVM, ...", *RDM* 108/100) entende que, por exemplo, o lançamento público de um edifício de *flats*, para os quais a grande maioria deles é destinada para locação centralizada em um *pool* de administração, pode ser considerada investimento coletivo para fins da Medida Provisória 1.637/1998.

dos distribuidoras e sociedades de arrendamento mercantil (Resolução CMN-1.723/1990, art. 2º).

Aié o advento da Medida Provisória 1.637/1998, convertida na Lei 10.198/2001, a legislação brasileira adotava uma aceção estrita de *valores mobiliários*, embora o elenco dos títulos tidos como valores mobiliários estivesse aumentando gradativamente, mediante a edição de leis e regulamentos administrativos.

A doutrina² há muito salientava a necessidade de adoção de um conceito mais amplo de *valores mobiliários*, que pudesse abarcar as mais diferentes hipóteses de empreendimentos, inclusive os contratos negociados em Bolsas de Mercadorias e de Futuros, assim como quaisquer contratos de investimentos oferecidos publicamente.

A Lei 10.198/2001 estabeleceu, em seu art. 1º, o seguinte: "Art. 1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos e contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

A redação deste dispositivo teve nitida inspiração no Direito Norte-Americano, já que pela primeira vez afastou-se o fator brasileiro da mera enumeração dos valores mobiliários, passando a conferir-lhes uma aceção mais ampla.

A principal preocupação do legislador ao editar Lei 10.198 foi a de regular os contratos realizados com derivativos e *commodities*, e em especial os chamados de "contratos de bol gordo". Desde o final de 1997 vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos produtos agrícolas.

2. Nesse sentido: Ary Oswaldo Mantos Filho, "O conceito de valor mobiliário", *RDM* 59/30.

tratados realizados com derivativos e *commodities*, e em especial os chamados de "contratos de bol gordo". Desde o final de 1997 vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos produtos agrícolas.

A principal preocupação do legislador ao editar Lei 10.198 foi a de regular os contratos realizados com derivativos e *commodities*, e em especial os chamados de "contratos de bol gordo". Desde o final de 1997 vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos produtos agrícolas.

A principal preocupação do legislador ao editar Lei 10.198 foi a de regular os contratos realizados com derivativos e *commodities*, e em especial os chamados de "contratos de bol gordo". Desde o final de 1997 vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos produtos agrícolas.

nada mercadoria ou ativo financeiro assumem no mercado futuro uma posição igual e inversa àquela que mantêm no mercado à vista; se os movimentos de preços são para-lélos, o ganho auferido num mercado com-pensa a perda verificada no outro. Tal é típi-camente o que ocorre na atuação do *hedger*, que atua no mercado futuro visando a obter uma espécie de "seguro de preços".

Os especuladores são os investidores que objetivam apenas realizar lucros nas operações a futuro, de sorte que ingressem e se retiram do mercado futuro rapidamente, às vezes em um dia, não demonstrando qualquer interesse comercial direto no arti-vo objeto da negociação. Os especuladores desempenham uma função econômica re-levante, que é a de dar liquidez aos merca-dos futuros, assumindo os riscos que os *hedgers* não desejam suportar.

Com efeito, uma das partes — o *hedger* — deseja a proteção contra os riscos; a ou-tra — o especulador — aceita assumir tais ris-cos, mediante uma remuneração determi-nada.

Os especuladores adquirem dois tipos de posições: de *trader* e de *day trader*. Na primeira hipótese o especulador posiciona-se no mercado futuro num dia e liquida a posição no dia seguinte, na semana ou no mês seguinte, sendo certo que não mantera tal posição — de comprador ou de vendedor — até o vencimento do contrato. Já o *day trader*, como a designação bem denota, li-quida sua posição no mesmo dia em que a adquiriu.

O *arbitrador* obtém seu lucro da dife-rença de preços de determinado bem que é negociado ao mesmo tempo em mais de um mercado, normalmente no curto prazo.

No mercado de derivativos há quatro modalidades de negociações: a termo; a futuro; com opções; com *swaps*.

O contrato a termo constitui um ins-trumento mediante o qual as partes obtri-

ção não há dúvida de que a fiscalização das operações com derivativos é de competên-cia da CVM.

Os derivativos são negociados em mercados futuros, que constituem merca-dos cuja função econômica básica é a de proporcionar o *hedger* — ou seja, a proteção con-tra flutuações de preços ocorridas no mer-cado à vista.

A função econômica dos mercados futuros é a de oferecer aos que deles parti-cipam a possibilidade de fazer uma espé-cie de "seguro" (*hedge*) contra os riscos provenientes de movimentos adversos ocor-ridos nos preços do mercado à vista, seja de ativos financeiros, seja de *commodities*.

Nos contratos firmados no mercado futuro a vontade é manifestada com a inten-ção clara de proteção contra as variações de preços. Não querem as partes comprar ou vender bens ou ativos financeiros para pagamento à vista, nem tampouco para pa-rticipação futura; o motivo que as leva a op-tar pelo contrato futuro é a finalidade prote-tora de tal modalidade de negócio jurídico.

Nos mercados futuros verifica-se a presença de três atores essenciais: o *hedger*, o especulador e o *arbitrador*.

O *hedger* é aquele que busca a prote-ção de sua posição à vista mediante a to-mada de determinada posição nos merca-dos futuros. Há dois tipos de *hedgers*: de compra e de venda. O *hedger* de venda bus-ca proteção contra uma eventual redução da proteção de um ativo que pretende ven-der no futuro; já o *hedger* de compra pro-cura maior segurança frente a uma possí-vel alta de preços de bens que deseja ad-quirir.

Para se proteger contra os riscos da variação de preços os agentes econômicos que atuam no mercado físico de determi-

contratos derivativos, quer os ativos de que compra de ações como um contrato futuro não. Assim, tanto um contrato de opção de compra de ações como um contrato futuro de câmbio são tidos como valores mobiliá-rios, por se tratar de derivativos.

A noção de "derivativo" não é jurídi-ca; trata-se de termo trazido literalmen-te do Inglês (*derivative*), de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercados futuros. Os derivativos são, ge-neralmente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outros ins-trumentos ou ativos financeiros, como a taxa de juros, índice de um mercado, con-trato de opções etc.

Um "derivativo" constitui um contra-to, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título, cujo valor "derivava", é resultado, do valor de determinado ativo financeiro. Assim, por exemplo, uma opção de com-pra de ações preferenciais emitidas pela companhia "X" constitui um derivativo, cujo valor, em princípio, resulta da coti-zação de tais ações, que constituem, no âmbito do art. 2º, VIII, os "ativos subjacentes".

Nos Estados Unidos há grande discus-são sobre o *status* legal dos derivativos, principalmente daqueles negociados no mercado de balcão (OTC), que não se en-quadraram integralmente em qualquer das áreas objeto de regulação no mercado fi-nanciero: sistema bancário, *commodities* e *securities*. Daí decorrem certas "zonas cin-zentas", na regulação dos mercados de de-rivativos, entre a competência da *Securities and Exchange Commission* (SEC), encar-regada da fiscalização do mercado de ca-pitais, e a da *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC), que fiscaliza os mer-cados futuros.

Já entre nós, tendo a nova redação do art. 2º deixado claro que todos os derivati-vos são considerados valores mobiliários, não há dúvida de que todos os derivati-vos são considerados valores mobiliários, e a da *Commodities Futures Trading Ability*, RDM 102/60.

5. Luís Gastão Leães Filho, "Derivative's sub-

os clubes de investimento, de vez que am-bos constituem carteiras administradas de ativos financeiros.

Tratando-se de um fundo de investi-mento cujos ativos sejam títulos incluídos no elenco de valores mobiliários (ações, por exemplo) as cotas de sua emissão consti-tuirão valores mobiliários para os efeitos da Lei 6.385/1976. Já no caso de fundo de investimento cuja carteira seja composta por títulos da dívida pública, que estão ex-cluídos do elenco de valores mobiliários, suas cotas não serão consideradas valores mobiliários, cabendo a fiscalização ao Ban-co Central, não à CVM.

Porém, no caso de fundo de investi-mento financeiro (FIJ) com carteira com-posta por valores mobiliários e títulos da dívida pública, suas cotas não estão nem incluídas nem excluídas do elenco de valo-res mobiliários do art. 2º, permanecendo numa espécie de "limbo jurídico" — o que poderá ocasionar conflitos de competência entre a CVM e o Banco Central.

O inciso VI, ao mencionar as notas comerciais (*commercial papers*), confere tratamento legal de valores mobiliários a tais títulos, previstos em norma regulamen-tar (Resolução CMN-1.723/1990).

Nos termos do inciso VII, repetindo a regulamentação vigente, constituem valo-res mobiliários os contratos futuros, de op-ções e outros derivativos "cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários".

Já o inciso VIII define como valores mobiliários "outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes". Ora, se o inciso VIII considera como valores mobiliários todos os contratos de-derivativos, quaisquer que sejam os "ativos subjacentes", a teor da sua dicção, vazada em mau "economês", qual a razão de ser do inciso VIII? Trata-se de dispositivos não só pessimamente redigidos como, também, redundantes, uma vez que bastaria dizer "todos os contratos derivativos".

Com efeito, os incisos VII e VIII con-sideram como valores mobiliários todos os

gam-se à compra e venda de uma determinada quantidade de um ativo em determinada data futura, por um preço predeterminado. Os contratos a termo podem ser negociados em Bolsa, como é o caso dos contratos a termo negociados na B.M.&F., ou no mercado de balcão.

Já os contratos futuros, embora apresentem características similares, são negociados somente em Bolsas, daí decorrendo sua padronização. A Bolsa na qual são negociadas estas operações obtém as obrigações padronizadas, referentes ao ativo objeto da negociação, a unidade de negociação (o chamado "lot-padrão"), as variações mínimas e máxima permitidas em preço, o tamanho do contrato, os meses de vencimento, o número máximo de vencimentos em aberto, a data de vencimento do contrato e as condições de liquidação no vencimento.

Nos contratos futuros emitidos pela Bolsa, ela, por meio de sua câmara de compensação, garante a eventual inadimplência de qualquer das partes; conforme o jargão bursátil, a Bolsa é *compradora dos vendedores e vendedora dos compradores*. Para garantir a liquidação das operações a Bolsa usualmente requer que as partes depositem margens de garantia, em dinheiro, em títulos ou em carta de fiança bancária; e que a cada uma devessem, diariamente, o que cada uma deve à outra, em função da cotação dos ativos objeto da negociação, mediante o depósito do chamado "ajuste diário".

No mercado de opções negocia-se o direito de comprar ou de vender determinado título; tais direitos são denominados *opções*, que podem ser de compra ou de venda. Nas opções de compra (*calls*) o titular adquire o direito de, se desejar, comprar ao lançador, até uma data fixada, os títulos relativos às opções; nas opções de venda (*puts*) o direito do titular é o de vender os títulos ao lançador. O "prêmio" é o preço da opção, livremente negociado em pregão, que é pago pelo titular ao lançador no dia da operação.

O contrato de *swap* constitui instrumento financeiro mediante o qual um tomador de recursos troca o tipo de fundos que pode obter com maior facilidade por outro, do qual realmente necessita. O *swap* é definido como o contrato mediante o qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula pre-determinada.⁸

Os contratos de *swap* caracterizam-se pela troca de fluxos financeiros, ou da taxa de rentabilidade entre diferentes indexadores, por um certo período de tempo, visando a minimizar os riscos decorrentes das oscilações de tais ativos. Assim, por exemplo, pode-se trocar o risco do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) por um Certificado de Depósito Bancário (CDB) prefixado. Ou o risco da variação do Dólar norte-americano por CDI; ou os riscos decorrentes da variação de cotação internacional entre moedas de dois países.

Nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976 com a redação dada pela Lei 10.303/2001, também constituem valores mobiliários, quando oferecidos publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem diretamente ou indiretamente, a prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

A nova redação do art. 2º repete o conceito de valor mobiliário contido na Lei 10.198/2001, o qual foi nitidamente inspirado na noção de *security* do Direito Norte-Americano.

São os seguintes os traços distintivos de uma *security*, conforme consagrado pela jurisprudência dos Tribunais Norte-Americanos: é a transação em que (1) uma pessoa investe seus recursos (2) em um empreendimento coletivo (3) com a expectativa de obter lucro e (4) cujos esforços advêm daqueles que lançaram o título, ou

8. Rachel Sjaia, *Fundos e "Swaps" - Uma Visão Jurídica*, São Paulo, Cultural Paulista, 1999, p. 215.

de terceiros, mas nunca daquele que nele

investiu.

Nos termos do art. 2º da Lei 6.385/1976 com a nova redação dada pela Lei 10.303/2001, considera-se que constitui valor mobiliário, quando oferecido publicamente, qualquer título ou contrato de investimento coletivo.

Tratando-se de uma venda privada na qual não estejam presentes os elementos caracterizadores da distribuição pública, não se aplica o art. 2º, ainda que preenchidos os demais requisitos componentes do conceito de valor mobiliário.

Tal conceito abrange, inicialmente, todas as modalidades de títulos ou contratos que já eram considerados valores mobiliários na legislação anterior e que não foram enumerados na nova redação do art. 2º; cotas de fundos imobiliários; certificação de investimentos audiovisuais; certificação de investimentos de contratos mercantados representativos de contratos mercantados de compra e venda a termo de energia elétrica; e certificados de recebíveis imobiliários.

Ademais, também deverá ser considerado valor mobiliário o título ou contrato

em que: a) se caracteriza modalidade de investimento coletivo; b) há fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor; c) há gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados; d) se trata de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente; e) existe uma expectativa de obter lucros, ou seja, o investidor, ao decidir pela alocação de seus recursos em um valor mobiliário, visa à obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos através de participação-parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços; e f) o investidor assume os riscos de fianciador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais; ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos.

42), admita-se a participação do investidor na tentativa de obtenção do lucro (como, por exemplo, no caso de *franchising*).

9. Embora modernamente, como acentua Ary Oswaldo Matos Filho ("O conceito ...", *RDM 59/*