

O CONCEITO DE "SECURITY" NO DIREITO NORTE-AMERICANO E O CONCEITO ANÁLOGO NO DIREITO BRASILEIRO ¹

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

SUMÁRIO: I — Colocação do tema: o caso *People v. Syde*. II — A definição legal de *security*. III — Considerações sobre a interpretação dos *statutes*. IV — O conceito de *security* como contrato de investimento. A fórmula *Howey*. V — As noções de "transação" e de "empreendimento comum". VI — caso *Silver Hills Country Club v. Sobieski* e a aplicação do *risk test*. VII — A ausência de ingerência do investidor no empreendimento comum como elemento caracterizador de *security*. VIII — A *security* como solicitação pública de recursos. IX — Os elementos caracterizadores de *security*. Definição. X — A noção de "títulos e valores mobiliários" como conceito análogo ao de *security* no direito brasileiro. Conclusões.

I — No dia 8 de março de 1950, o procurador distrital do condado de Los Angeles, Califórnia, EE.UU., formulou um requisitório contra Milton e Harry Syde, acusando-os de violar a Corporate Securities Law, art. 25.000 e segs., daquele Estado, por emissão e distribuição de valores, isto é, *securities*, sem prévio registro e sem a autorização das autoridades competentes. Após uma sindicância preliminar junto à corte municipal, a acusação foi mantida perante a Corte Superior, e, posteriormente, devolvida à Suprema Corte da Califórnia, que apreciou o caso em 1951.²

Os fatos não foram contestados. Milton Syde Films, Inc. foi constituída em julho de 1949 com o objetivo de produzir, realizar, comprar, vender e promover exibições dramáticas para o rádio, teatro, televisão ou cinema e atividades cor-

relatas. Milton era o diretor-presidente e Harry o diretor-tesoureiro. A sociedade instalou uma escola preparatória de artes dramáticas e deu início a atividades de produção de filmes em Santa Monica Boulevard, em Hollywood, sob o nome de Rossmore Productions.

Neste sentido, a Rossmore Studios enviou cartões postais a uma série de crianças cujos retratos foram encontrados em vários estúdios fotográficos da cidade, informando a seus pais que os referidos meninos e meninas haviam sido considerados aproveitáveis para um filme em vias de ser realizado, solicitando-lhes uma entrevista. Vários atenderam ao convite e acompanharam os filhos ao estúdio, onde as crianças foram aceitas, sendo, na ocasião, celebrados dois tipos de contrato entre os pais dos menores e a empresa cinematográfica. Num primeiro tipo, o artista (a criança) acedia em devotar os seus melhores esforços à produção de um filme a ser realizado pela Rossmore, após um treinamento que seria ministrado a um certo número de crianças, oportunamente escolhido, número esse nunca superior a vinte e cinco para um mínimo de dezesseis em

1. O presente artigo é reformulação de notas de aula, redigido pelo autor na Columbia Law School, no período letivo 1973-74, onde estagiava na qualidade de *visiting scholar in residence*.

2. *People v. Syde*, 37 C.2d 765, 235 P.2d 601 (Supr. C. Calif., 1951). Jennings & Marsh, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 1972, p. 23, nota 107.

saio. O contrato estabelecia um pagamento inicial de \$15 pelos pais das crianças, a que se adicionariam pagamentos iguais e sucessivos de \$ 5 por ensaio, até atingir o total de \$ 98, para fazer frente às despesas de treinamento. Pelo contrato, a Rossmore tinha ainda o direito de rejeitar qualquer dos artistas, reembolsando-o da importância adiantada, caso não o julgasse qualificado. Convencionou-se, outrossim, que, após a venda ou outra qualquer medida para a comercialização do filme, 60% do lucro bruto seria dividido de maneira equitativa entre os membros do elenco, pagando-se a Rossmore dos custos e despesas da produção. No segundo tipo de contrato, ficou convencionada a participação pelo artista em pelo menos um filme sonoro para televisão, contra o pagamento pelos pais das crianças de um total de \$ 198, mediante um sinal de \$ 100 e de \$ 7 por ensaio. Dos lucros obtidos na venda do filme, feito o desconto das despesas da produção, 60% seria rateado entre os membros do elenco.

Tanto a parcela inicial, quanto as prestações sucessivas, deveriam ser recolhidas incontinenti, uma vez requisitadas pela Rossmore, ficando também certo e ajustado que os pais acompanhariam as crianças ao estúdio, embora não tivessem acesso aos ensaios. Dos autos não consta se os filmes foram ou não realizados.

A questão discutida nos tribunais, em graus consecutivos, versou sobre a caracterização ou não dos mencionados contratos como *securities*, pois, se caracterizados como tais, estariam alcançados pela disciplina legal do mercado de capitais.

A decisão da Suprema Corte da Califórnia foi no sentido de que, muito embora os contratos referidos contemplassem a participação do artista nos lucros de filmes a serem realizados pela empresa em apreço, e se bem que essa empresa tivesse iniciado a operação fazendo convite ao público para o levantamento de recursos mediante o pagamento dos serviços de treinamento a serem ministrados, os contratos em tela não configuravam *securities* no sentido da legislação citada, por lhe faltarem alguns dos elementos caracterizadores. Subscreveram o acórdão, sem voto discordante, além do juiz Shenk, relator, o *chief justice* Gibson, e os demais julgadores: Edmonds, Carter, Traynor, Schauer e Spence.

O caso acima relatado, talvez meio estranho, é trazido à colação, para mostrar até que tipo de operação pode ser objeto de exame, na América do Norte, com possibilidade de ser classificado como transação suscetível de ser alcançada pela legislação especial disciplinadora do mercado de capitais, sem causar espanto aos tribunais e às agências governamentais fiscalizadoras do mercado de valores.

Em linhas subseqüentes, voltaremos ao julgado em exame. Por ora, queremos levantar apenas uma questão: Quais são esses elementos caracterizadores dos valores colocados com o público, isto é, *securities*, que podem submetê-los à aludida legislação especial?

II — O termo *security* é definido em cinco leis federais: *Securities Act* de 1933, § 2(1), 15 U.S.C. § 77b(1) (1970); *Securities Exchange Act* de 1934, § 3(a) (10), 15 U.S.C. 78c(a) (10) (1970); *Public Utility Holding Company Act* de

1935, § 2(a) (16), 15 U.S.C. § 79b(a) (16) (1970); *Investment Company Act* de 1940, § 2(a) (35), 15 U.S.C. § 80a-2(a) (36) (1970); *Investment Advisers Act* de 1940, § 202(a) (17), 15 U.S.C. § 80b-2(a) (18) (1970). Essas definições são praticamente idênticas e as diferenças existentes, sobre serem irrelevantes, foram eliminadas pela interpretação judicial:³

“O termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito em todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados.”⁴

3. Veja *Tcherepnin v. Knight*, 389, U.S. 332, 344, 88 S.Ct 548 (1967), onde se discute a omissão da *evidence of indebtedness* na Lei de 1934, de nenhuma *controlling significance*.

4. *Ad litteram*. “The term “security” means any note, stock, treasure stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a security, or any certificate of interest

A definição acima, desde logo, não nos satisfaz, por lhe faltarem os elementos fundamentais próprios de toda definição. Com efeito, toda definição corresponde a uma delimitação, quer dizer, a uma indicação dos limites (conceituais) do objeto em foco, em relação aos demais objetos. Daí a fórmula escolástica: *definitio fit per genus proximum et differentiam specificam*. Definir consiste, fundamentalmente, em dizer a que classe pertence o ente em exame, situando-o no lugar ontológico correspondente, tomado em relação às demais classes de objeto, de modo a revelar a sua “diferença específica”. Por outro lado, é necessário que, em todas as definições, se esgotem as notas consideradas essenciais do ente definido, pois, à míngua de algumas delas, o objeto não fica adequadamente “situado” e pode, com facilidade, ser confundido com outro. Dessa necessidade surgiram as regras com vistas à boa definição, dentre outras a de que o definido deve necessariamente ficar excluído da definição.

Ora, a definição legal acima transcrita de *security* desobedece a essas regras. Primeiro, não estabelece os “limites conceituais” do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (*numerus apertus*). Ademais, com a expressão final: “or, in general, any interest or instrument commonly known as *security*”, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa con-

or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

ceituação. Longe, pois, de fornecer a “essência” do conceito de *security*, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria *security* “any interest commonly known as *security*”, é sobremodo vaga, indefinida, e até perigosa: “Comumente conhecida” por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou seria da competência das agências federais fiscalizadoras do mercado de valores?⁵

Natural, portanto, que a noção legal de *security* tenha chamado a atenção dos tribunais, pressionados por necessidades concretas de aplicação da lei, os quais procuraram trabalhar num denominador comum aos vários exemplos enumerados no texto legal, e que, por via de consequência, fornecesse os “elementos essenciais” do conceito em tela. Nesse sentido, construiu-se uma interpretação longa em torno da expressão *investment contract*, que consta do texto de lei e que explicaria o significado do vocábulo *security*.

III — Abram os aqui um breve parêntese. Os Estados Unidos é geralmente chamado de país de *common law*. Se bem que o significado dessa expressão possa variar segundo o contexto em que seja inserida, via de regra quer significar que o direito americano encontra as suas raízes no direito britânico e não no direito continental europeu. É, no entanto, um engano supor que, por derivar do direito in-

5. Segundo a Lógica de Port-Royal, a definição descritiva é uma *minus accurata definitio*.

glês, que surgiu de decisões jurisprudenciais, seja o direito norte-americano um direito “decisional”, quer dizer, um direito que emana exclusivamente das decisões dos tribunais, não implicando na existência de textos de lei. Presentemente, a maioria esmagadora dos feitos, tanto nas cortes estaduais quanto federais, versam sobre a interpretação de um diploma legal.⁶

O crescente papel desempenhado pelas leis — os *statutes* — no direito americano se deve em grande parte à variedade de fontes legisladoras nos Estados Unidos. Nesse sentido, multiplicam-se as compilações de leis, ordenadas por assuntos, que combinam a legislação em vigor, omitindo leis temporárias e revogadas. O *United States Code* (a que pertencem todas as leis relativas à disciplina do mercado de valores atrás citadas), é, por exemplo, uma compilação oficial de leis federais, com mais de cinquenta cabeçalhos. Compilações similares existem em cada estado da federa-

6. E. Allan Farnsworth, *An Introduction to the Legal System of the United States*, New York, 1968, pág. 70. Em 1947, Justice Felix Frankfurter, da Suprema Corte dos Estados Unidos, observava: “Inevitably, the work of the Supreme Court reflects the great shift in the center gravity of law making. Broadly speaking, the number of cases disposed of by opinions has not changed from term to term. But even as late as 1875 more than 40% of the controversies before the Court were common law litigation, fifty years later only 5% while today cases not resting on statutes are reduced almost to zero. It is therefore accurate to say that courts have ceased to be primary makers of law in the sense in which they legislated the common law. It is certainly true of the Supreme Court that almost every case has a statute at its heart or close to it” (“Some Reflections on the Reading of Statutes”, 47 *Col. Law R.* 527, 1947).

ção, sob designações as mais diversas, como códigos, compilações, consolidações, *general statutes*, etc. O termo “código”, aliás, pode ser enganador, pois, longe de constituir um corpo unitário, posto em vigor como tal, como ocorre nos países de *civil law*, não passa de uma mera coleção de leis sancionadas em momentos diversos.

Cumprir advertir, ademais, que só aparentemente o *statute* é semelhante à lei. É um texto legal muito mais detalhado e vem sempre acompanhado de uma longa lista de definições. Essa ênfase dada ao pormenor deve ser atribuída, segundo um agudo comparativista, a uma série de fatores: “à complexidade da matéria legislada, para a qual muito contribuem uma sociedade pluralística, uma economia altamente desenvolvida e um sistema federativo; o desejo do legislador de especificar, por receio das interpretações restritivas dos tribunais; e ao baixo nível de abstração em que operam os profissionais do *common law*.”⁷

Todavia, muito embora a interpretação dos estatutos dê ensejo a uma variedade de questões que são peculiares a esse sistema legal norte-americano, várias das técnicas de hermenêutica são familiares à maioria dos sistemas legais. A mais aguda diferença repousa, talvez, no fato de que o intérprete americano traz para o caso toda a sua parafênalia de técnicas oriundas do

7. Farnsworth, ob. cit., pág. 70. Esse “nível inferior de abstração”, que o autor atribui aos *common law lawyers*, envolve um juízo de valor, que deve ser eliminado. Na verdade, talvez fora melhor dizer “uma maior aderência à realidade”, fruto da origem decisional do direito anglo-americano e da mentalidade pragmática do povo anglo-americano, que os tornam avessos a todo “conceitualismo jurídico”

common law, olhando o texto de lei à luz dos casos que o precederam, mesmo porque as leis norte-americanas via de regra incorporam com algum detalhe a lição acumulada de casos anteriores à sua vigência.⁸

O Direito Comercial é, nos EE.UU., matéria do direito estadual, e o Congresso, embora tenha poder de baixar legislação concernente ao comércio interestadual, sempre revelou certa relutância em exercer esse poder na esfera do direito privado. Em décadas recentes, porém, as atividades empresariais têm sido profundamente afetadas pelos *statutes* federais. No que tange ao mercado de capitais, as deficiências reveladas pelas leis estaduais forçaram o governo federal a agir, a fim de atender aos reclamos da sociedade americana. Assim, após vinte e dois anos de experiência de legislação estadual, que se revelou inadequada para proteger o público investidor, o governo federal passou a interferir no mercado de títulos e valores, através de dois diplomas básicos: o *Securities Act*, de 1933, e o *Securities and Exchange Act*, de 1934, ora codificados no 15 *United States Code* § 77a et seq. (1970).

Essa regulamentação federal do mercado de títulos acompanha a técnica de redação de leis dos Estados Unidos: incorpora a experiência estadual anterior; dá ênfase aos pormenores; abre os capítulos iniciais com uma extensa lista de definições, que visa a prover o leitor da estrutura conceitual, sobre a qual são concebidos os dispositivos e comandos legais.

8. Cf. Dowling, Patterson and Powell, *Materials for Legal Method* (2.^a ed. por Harry W. Jones), 1952, pág. 200.

A menos que essas distinções sejam aceitas, não é possível acompanhar a análise de um *statute*, ou manipular os *statutory cases*.⁹

IV — Voltemos à definição de *security* transcrita linhas atrás. Ela inclui uma lista de figuras perfeitamente identificáveis (*any note, stock, bond, [or] debenture*), junto a tipos menos suscetíveis de fornecer um significado exato (“certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement... investment contract... or, in general, any interest or instrument commonly known as a *security*”). Assim, durante os primeiros dez anos de vigência dos *Securities Acts*, os tribunais federais e o S.E.C. eram freqüentemente convocados para determinar se um dado esquema se inscrevia ou não nos tipos sem significado exato alinhados na definição constante do texto de lei. Nenhum desses casos porém atingiu a Suprema Corte. Somente em 1943, no caso *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corporation*,¹⁰ veio ela apreciar, pela primeira vez, um desses conceitos vagos, ou seja, o conceito de *investment contract*. Versava a hipótese sobre uma companhia que tomara em arrendamento vários lotes de terra, num total de 3.002 acres, comprometendo-se a realizar pesquisa e perfuração de solo, visando à exploração de petróleo. Para fazer frente às despesas inerentes ao empreendimento, a companhia fez cessões dos respectivos contratos de arrendamento a terceiros. Sustentando que as cessões em apreço eram *securities*, a Suprema Corte

caracterizou-as como “contratos de investimento”. No caso, o *Justice Jackson* assim argumentou:

“Os fatos nos levam à conclusão de que os suplicados não ofereceram meras cessões de arrendamento ao público. Na realidade, o propósito era antes de oferecer instrumentos que possibilitassem aos cessionários investidores terem a chance de participar, sem custos adicionais, dos lucros eventuais que viessem a decorrer da exploração dos poços que forem descobertos (...). A oferta pública de tais instrumentos de cessão apresentava todas as características inerentes à oferta pública de *securities*. Na legislação específica, o termo em pauta foi definido de molde a permitir a inclusão, por força de nome ou de descrição, de todo e qualquer instrumento cujo traço comum seja negócio de investimento. Alguns desses instrumentos, tais como nota, obrigações, e ações, são suficientemente estandardizados e com significados perfeitamente estabelecidos. Outros, porém, são de caráter indefinido e designados por expressões descritivas, tais como “contrato de investimento”, ou “todo direito ou interesse comumente conhecido como *security*”. (...) Todo instrumento pode ser abrangido por uma dessas designações, desde que corresponda à descrição legal. O alcance da lei não se limita apenas ao que é evidente e ao que é conhecido. Processos novos, pouco comuns ou irregulares, quaisquer que sejam, também são atingidos pela lei, desde que se prove que eles foram utilizados a fim de que os valores fossem oferecidos ao público, nos mesmos moldes em que são oferecidos ao público os “contratos de investimento”, ou como são oferecidos os “instrumentos ou

direitos comumente conhecidos como *security*”.

Três anos depois, em 1946, a Suprema Corte voltou a abordar o assunto, no caso *S.E.C. v. W.J. Howey Company*. Na hipótese, a *Howey Company* vendera pequenos lotes de terra a serem utilizados para o plantio de frutas cítricas. Anexo ao contrato de venda e compra de terra, outra companhia, a *Howey-in-the-Hills Service Company*, subsidiária da primeira, comprometia-se a prestar serviços de plantio e cultivo da terra, bem como os de comercialização das frutas ali produzidas. A Corte, à vista dos fatos, concluiu que os contratos traduziam “investimentos” feitos por centenas de pessoas, que, carecendo de conhecimento, experiência e equipamentos necessários ao cultivo das frutas cítricas, investiram “passivamente” em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de obter lucros, não se tratando, pois, de simples aquisições de glebas de terra, aliás divididas em frações economicamente inviáveis quando consideradas isoladamente.¹¹

Caracterizando a operação como “contrato de investimento”, e, como tal, configurando *security*, o juiz *Murphy* procurou oferecer uma conceituação de contrato de investimento, a que o caso *Joiner* não ousara. Inicialmente, sublinhou que o termo não era definido pelas leis específicas, mas que os tribunais estaduais vinham construindo uma definição de *investment contract*, mesmo antes das referidas leis:¹²

“Essa definição foi aplicada iterativamente pelos tribunais estaduais a uma série de situações, cujos traços comuns são a aplicação pelos indivíduos de recursos poupados em empreendimentos comuns, com a esperança de colher lucro com os esforços desenvolvidos exclusivamente pelo lançador ou por terceiros, nunca deles próprios. Ao incluir o contrato de investimento na definição de *security* constante do § 2(1) da lei de 1933, o Congresso estava empregando uma expressão cujo significado já se firmara nos tribunais. É, portanto, perfeitamente lícito atribuir ao termo, no contexto da lei, esse significado, tanto mais que ele se harmoniza com os objetivos do Congresso. Em suma, um contrato de investimento, para os propósitos do *Securities Act*, é todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa...”

O caso *Howey* fornecia, assim, pela primeira vez, uma definição de contrato de investimento, que, por uma curiosa operação de raciocínio, *passou a ser a própria definição de “security”*. Não há nenhuma alusão explícita a essa extrapolação, mas podemos reconstruí-la com os próprios termos do caso.

que se discute o alcance da expressão, antes da legislação federal: *State v. Bushard*, 164 Minn. 455, 205 N.W. 370 (1925); *Klatt v. Guaranteed Bond Co.*, 213 Wis. 12, 250 N.W. 825 (1933); *Stevens v. Liberty Packing Corporation*, 111, N.J.Eq. 61, 161 A. 193 (1932); *People v. White*, 124 Cal. App. 548, 12 P.2d 1078 (1932); *Prohaska v. Hemmer-Miller Development Co.*, 256 Ill. App. 331 (1930).

11. Supreme Court of the United States, 1946, 328 U.S. 293, 66 S.Ct. 1.100.

12. O caso *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 177 N.W. 937 (1920) foi o primeiro a levar em consideração a expressão *investment contract*, no campo das *securities*. Outros casos em

9. *Idem*, pág. 297.

10. Supreme Court of the United States, 1943, 320 U.S. 244, 64 S.Ct. 190.

A principal lição do caso *Howey*, ao definir o *investment contract*, diz respeito ao processo de identificação de uma *security*: para se identificar uma *security* a “substância prevalece sobre a forma e ênfase é dada à realidade econômica subjacente”. Assim, no caso em tela, foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais “formas” de *securities* alinhadas na definição legal. Destarte, toda e qualquer *security* passa a ser identificada a essa substância econômica revelada na análise dos contratos de investimento:¹³

“A *security* is a transaction... whereby (1) a person invests his money (2) in a common enterprise and (3) is led to expect profits (4) solely from the efforts of the promoter or a third party.”

V — Essa fórmula *Howey* de identificação de uma *security* ganhou imediatamente a simpatia dos tribunais e a acolhida das agências federais. A Suprema Corte dos Estados Unidos tem feito referência a esse teste em várias ocasiões, se bem que não tenham ainda examinado as questões básicas levantadas por esse caso, ou esclarecido a linguagem extremamente vaga utilizada na definição. Como resultado, às cortes estaduais e às federais de instância inferior tem sido entregue a tarefa de interpretar os termos do *Howey test*, no esforço de lhes atribuir significados exatos, à vis-

13. “Form [is] disregarded for substance and emphasis [is]... placed upon economic reality”. V. Ronald J. Coffey, “The Economic Realities of the Securities: Is then a more Meaningful Formula?”, 18 *Western Res. L. Rev.* 367, 402, (1967).

ta dos casos concretos que lhe são com grande frequência submetidos.

Fragmentando a definição supra, a *security* é conceituada como a “transação” através da qual o investidor fornece recursos para um “empreendimento comum”.¹⁴ Ambas as expressões, “transação” e “empreendimento comum”, são bastante vagas, e visam dar à “*security* uma definição aberta. A expressão “transação” é utilizada no seu sentido mais amplo, significando todo e qualquer negócio jurídico,¹⁵ independentemente de forma, que tenha as características apontadas, isto é, que implique transferência, por parte do investidor, de dinheiro ou bem num empreendimento comum, com o objetivo de obter um benefício qualquer. A expressão “empreendimento comum” também não dispõe de um significado preciso: apenas quer referir-se a situações nas quais os valores fornecidos pelo investidor sujeitam-se, de alguma maneira, aos riscos de *um mesmo* negócio.

Assim, constituem *security* os títulos (ações, debêntures, partes beneficiárias) emitidos por uma sociedade por ações. Mas configuram, ou podem configurar, *security* também os investimentos os mais diversos: em glebas de terra, em loteamento, em empreendimentos rurais, em obras de construção civil,

14. O Prof. Louis Loss, abordando a fórmula *Howey*, fragmenta-a em três elementos básicos: “(1) investment of money, (2) a common enterprise and (3) the expectations of profits solely through the efforts of others” (L. Loss, *Securities Regulation*, tomo I, pág. 491, 2.^a ed., 1961).

15. O conceito de *negócio jurídico* (*Rechtsgeschäft*), encarecido pelos escritores germânicos como dos mais importantes da moderna ciência do direito, é totalmente desconhecido do direito norte-americano.

em títulos de clube, etc. Desde que os recursos investidos nos empreendimentos sejam obtidos junto ao público, e não haja expressa exclusão legal, o investimento consubstancia *security*, e, como tal, se sujeita aos comandos das leis especiais.

Casos os mais diversos podem ser trazidos à colação.¹⁶ No citado caso *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corporation*, a empresa em questão tomou em arrendamento, em McCulloch County, no Estado do Texas, 3.002 acres para “practically nothing except to drill a well”. Para financiar a perfuração, a empresa levantou os fundos necessários transferindo direitos sobre pequenas parcelas de terra. A campanha de colocação das cessões de arrendamento foi realizada pelo correio, tendo sido enviados mais de mil prospectos aos interessados, nas mais distantes regiões do país, obtendo subscritores em 18 Estados diferentes. Os lotes oferecidos nunca excediam 20 acres, e os preços variavam de \$5 a \$15 por acre, podendo ser pagos à prestação. Toda a literatura de venda fazia referência à pesquisa e à exploração do petróleo. A empresa defendeu-se, na ação em pauta, sustentando que, na definição de *security* constante da lei, o legislador faz referência apenas a “co-propriedade de direitos minerais e petrolíferos”, mas não faz menção à transferência de arrendamento de terra, onde o minério e o petróleo é explorado. Contestando esse argumento, e as-

16. V. Loss, ob. cit., págs. 208 e segs., onde o autor alinha um considerável número de casos envolvendo o conceito de *security*. Ao trazer à colação alguns casos envolvendo essa conceituação, desejamos apenas indicar o *largo alcance* da expressão. V. William I. Cary, *Cases and Materials on Corporations*, 4.^a ed., 1969, pág. 1309.

severando que a realidade econômica da operação correspondia ao conceito de contrato de investimento, a Suprema Corte decidiu que na espécie ocorrera distribuição de *securities* e não simples cessão de aluguel de imóvel.

Aliás, em vários casos relacionados com negócio de terra, os tribunais têm entrevisto distribuição de *securities*. No já citado caso *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*, a sociedade vendera, na realidade, uma plantação de frutas cítricas em lotes tão pequenos que o cultivo e o trato individuais não seriam economicamente viáveis. Ao mesmo tempo, uma empresa de serviços, controlada pela empresa vendedora, oferecia serviços de cultivo, colheita e comercialização das frutas, a um preço prefixado. A Suprema Corte enxergou na transação, um contrato de investimento. No caso *S.E.C. v. Bailey D.C.*, 41, F. Supp. 647, localizou-se colocação de *security* na venda de terras com plantação de rami, a ser explorada pelo vendedor. No caso *Prohaska v. Hemmer-Miller Development Co.*, 256 III. App. 331, foi considerada *security* a venda de lotes rurais, que seriam pagos com os produtos das colheitas a serem feitas pelo vendedor. No caso *Kerst v. Nelson*, 171 Minn., 191, 213 N. W. 904,54 A.L.R. 495, foram reputadas *securities* glebas de terras vendidas, para serem exploradas com vinhedos por terceiros interessados. Nos casos *Holloway v. Thompson, Ind.* App., 42 N.E. 2d. 421 e *In re Waldstein*, 160 Misc. 763,291 N.Y. S. 697, a venda de lotes de cemitério, com intuítos lucrativos, foi reputada colocação de *securities*.

No campo da construção civil, tem sido profunda a intromissão das leis de *securities*. Após a Se-

gunda Guerra Mundial, o investimento em construção civil, nos E.E.U.U., recebeu um grande desenvolvimento. Entre as várias formas de investimento nesse campo, obteve grande popularidade o condomínio mediante a forma de sociedade, através da qual a sociedade assume a titularidade do terreno e do prédio, detendo cada investidor ações da sociedade. Os interessados compram um bloco de ações no valor do apartamento, que irão ocupar, não em razão da propriedade das ações, mas em virtude de contratos de locação a que a posse das ações lhes dá direito. Titulares desses arrendamentos, poderão então sublocar o imóvel, de modo a perceber os rendimentos relativos ao investimento efetuado. São os chamados *co-operative apartment housings*.¹⁷ Posteriormente, o *condominium* veio substituir os *co-op apartments* como meio apropriado para o investimento em propriedade imobiliária como habitação multifamiliar. No *condominium*, cada investidor adquire uma unidade, sendo proprietário de partes ideais da área comum do imóvel. Os alugueres se submetem a condições e restrições a serem fixados por uma administração eleita pelos proprietários para administrar o empreendimento.¹⁸ Outra forma de investimento no ramo é o chamado consórcio imobiliário (*real state syndication*), que, em sua forma mais simples, é a congregação de um número limitado de associados, geralmente sob a forma de *limited*

partnership, que fornece os fundos necessários a empreendimentos em prédios de apartamentos, escritórios, hotéis, motéis, *shopping center*, garagens, etc.¹⁹ Em todos esses casos, se os lançadores levantam dinheiro do público investidor, contra a promessa de lucros futuros, configura-se o contrato de investimento subjacente a toda *security*.²⁰

Caso curioso de transação de *security* é o da chamada operação de *franchising*. Se bem que usada há muitos anos, essa operação comercial adquiriu, nos últimos tempos, dimensões inusitadas nos E.E.U.U., cobrindo desde o negócio de refeição pronta (p. ex., Chicken Delight e Kentucky Fried Chicken) até as agências de viagem e as *nursing homes*. Bem mais de 400.000 *franchises* estão hoje em operação na América, gerando mais de 10% do Produto Nacional Bruto. Trata-se de um sistema de distribuição de mercadoria, que reflete o fenômeno, comum à economia de massa, de concentração dos negócios de varejo. A operação mencionada é aquela através da qual o *franchisor*, buscando expandir o mercado para as suas mercadorias e serviços, permite que outrem, o *franchisee*, se engaje em seu negócio, utilizando-se de seu nome, títulos, marcas, desenhos, modelos industriais, segundo método mercadológico, plano de venda, controle de qualidade, impostos pelo cedente. O *franchisor* faz jus, em razão do contrato, a uma remuneração fixa, acrescida de *royalties*. Frequentemente, uma

porção substancial do capital de risco inicial necessário à provisão de bens e serviços ao negócio é fornecido pelo próprio *franchisee*.²¹ Nesse caso, tem-se sustentado que se trata de “contratos de investimento”. Assim, no caso famoso da Tucker Corporation, relativo à venda de carros, a S.E.C. caracterizou como *securities* os contratos de *franchise* celebrados entre a empresa e os corretores de automóveis, obrigados a fazerem um depósito prévio para se estabelecerem e poderem distribuir os *Tucker cars*.²²

Outro exemplo. Num caso recente, Huberman v. Denny's Restaurants, Inc., 337 F. Supp. 1249 N.D. Cal. 1972, o tribunal caracterizou como distribuição de *securities* um importante sistema de financiamento de empreendimento imobiliário: o *sale-leaseback*. Na hipótese em tela, um imóvel pertencente a Denny's Restaurant, Inc., construído precisamente para servir de restaurante, foi comprado por Huberman, e, ato contínuo, arrendado por este à empresa vendedora, mediante um contrato de *leasing* a longo prazo, com a cláusula de reversão da propriedade, por um preço residual. Na verdade, Huberman, na qualidade de investidor, estava suprindo a empresa de restaurante do capital necessário a assegurar a exploração do negócio no local. Em troca, Huberman receberia, nos termos contratuais, um aluguel anual correspondente a 10.4% do investimento realizado, sendo também previamente combinado o valor residual a que faria jus por ocasião da reversão da propriedade, no

termo final do contrato, ajustado para 20 anos, com prorrogação de cinco anos à opção da Denny's Restaurant, Inc.²³

Outras situações bizarras receberam por parte dos tribunais a configuração de *security*. No caso Hollywood State Bank v. Wilde, 70 Cal. App. 2d. 103, 107 (160 P. 2d. 846), a venda de animais de pele, reservando-se ao vendedor o direito de criar esses animais e vender as peles, foi caracterizada como distribuição de *securities*. O mesmo se deu no caso S.E.C. v. Payne, D.C., 35 F. Supp. 873 (S.D.N.Y. 1940), que versou sobre a venda de raposas prateadas, e no caso Stevens v. Liberty Packing Corp., 11 N.J. Esq. 61, 161 A. 193, que versou sobre a venda de coelhos. Geralmente, trata-se de vendas ou arrendamentos com pacto adjeto de prestação de serviços de administração.

O rol de esquemas de investimento que envolvem distribuição de *security* é, como adverte o Prof. Loss, tão variado quanto a imaginação dos lançadores, de sorte que o seu conceito “é antes dinâmico do que estático, capaz de abranger um sem-número de esquemas financeiros através dos quais se procura captar recursos do público contra promessas de lucros futuros” (Tcherepin v. Knight, 389 U.S. 332, 88 Ct. 548 [1967]).

VI — A terceira característica das *securities*, segundo o teste *Honey*, é a expectativa de algum tipo de benefício ou ganho em virtude do investimento realizado. Devem esses benefícios ou ganhos ser tan-

17. V. “Co-operative Apartment Housing, 61 *Harvard L. Rev.* 1407 (1948); Vogel, *The Co-op Apartment*, 1948: *Maisel, Financing Real Estate*, 1965.

18. V. “Community Apartments: Condominium or Stock Cooperative?”, 50 *Ga. L. Rev.* 299, 301 (1962).

19. Berger, “Real Estate Syndication: Property, Promotion and the Need for Protection”, 69 *Yale L. J.* 725, 758-788 (1960).

20. Cf. Sec. Act Release n. 5347, de 4.1.1973, e Sec. Act Release n. 5.382, de 9.4.1973.

21. V. Comment, “The Franchising Agreement: A Security for Purpose of Regulation”, 1970, U.II. I.F. 130.

22. Tucker Corp., Sec. Act Release n. 3.236 1947

23. Note, “The Expanding Definition of Security: Sale-Leaseback and Other Commercial Leasing Arrangements, 1972 *Duke L. Rev.* 1972

gíveis, isto é, destacados do valor inicial investido? Não há uniformidade de opinião nesse ponto. Há aqueles que sustentam que esse lucro deve ser material e tangível, apoiando-se numa decisão, anterior à legislação federal, de 1931, da Corte de Apelação de Illinois, no caso *Hacker v. Goldberg*,²⁴ onde o tribunal foi solicitado a dizer se o título de um clube de campo configurava ou não *security*. A definição de *security*, na legislação estadual, era muito similar a do *Securities Act* de 1933. Apoiando-se na decisão *Prohaska v. Hemmer-Miller Development Co.*, já nossa conhecida e anterior a 1931, o tribunal se pronunciou no sentido de que o título de um clube de campo não era *security*, porquanto somente se reputaria como tal o investimento “de que se espera lucros” (“*securities from which income or profit was expected to be derived*”).

Em 1961, porém, a Suprema Corte da Califórnia, no caso *Silver Hills Country Club v. Sobieski*, 55 Gal. 2d. 811, 361 P. 2d. 906, sustentou a tese de que a associação que assegura ao associado o direito de usar as benfeitorias de um clube de campo, *a serem construídas justamente com o dinheiro investido*, confere a este um benefício suficiente para tornar o título uma *security*, se bem que não se materialize aí um ganho tangível e separado do valor inicial investido. No caso, o comprador recebe um título de um clube de campo “inacabado”. Embora não tenha recebido nenhum direito sobre os ativos ou sobre os lucros do clube, o preço pago pelo título seria, por certo, bem menor caso o clube já tivesse as instalações completas. Comprando o título

lo associativo, o investidor está carregando recursos que, utilizados nas instalações programadas pelo clube, irão reverter em benefício de todos os sócios, e, por via de consequência, do investidor.

Cabe, aliás, ao caso *Silver Hills* a introdução de um novo elemento na problemática em exame: o *teste do risco*. Aliado ao objetivo lucrativo, sempre almejado pelo investidor, o risco de perder o valor inicial investido é também um atributo essencial da *security*. Em todo tipo de captação pública de valores, o investimento feito pelo poupador torna-se parte do capital comum utilizado pelo captador de recursos para conduzir o negócio. Pois o lançador sempre recorre a esse canal de suprimento de capital porque, incapaz de suprir, ele mesmo, os seus negócios com os recursos necessários, procura-os de fora. Para garantir esse fluxo de dinheiro ou bens, promete certos ganhos às pessoas que lhe trouxeram o capital adequados. Já se esses investidores receberão o ganho prometido, e mesmo o retorno do dinheiro aplicado, isso vai depender do bom emprego do capital no empreendimento comum.

Para exemplificar. No caso de obrigações emitidas por sociedades anônimas, ao investidor pode ser *prometido* duas ordens de benefícios: 1.º) juros e correção monetária sobre o capital aplicado; 2.º) o retorno do seu investimento (pondo de lado a hipótese de conversão em ações). Mas, seja como for, o investidor assume *os riscos* de que tais promessas possam eventualmente não se cumprir e esses benefícios não ocorrer.

Como observou a corte federal da Califórnia, no caso *S.E.C. v. Latta*. 250 F. Supp. 170 (ND. Cal.)

aff'd per curiam, 356 F.2d 103 (9th Cir. 1965) *cert. denied*, 384 U.S. 940 (1966), a menos que os suplicados tenham sucesso no empreendimento comum... os valores distribuídos permanecem pedaços de papel sem valor (*scraps of worthless paper*).²⁵

É essa a idéia do *risk test*. A idéia de que todas as *securities* envolvem a colocação de um capital que corre riscos. Se bem que esse teste não seja novo, coube à Suprema Corte da Califórnia o mérito de lhe dar crédito, no caso *Silver Hills*. No acórdão, o juiz Traynor, fazendo referência ao art. 25.008 da *California Securities Act*, que define a *security* em termos amplos, como instrumento de proteção do público contra esquemas espúrios, ainda que engenhosos, de atrair capital de risco, assim se pronuncia sobre o esquema em exame, vale dizer, sobre a venda de títulos de um clube de campo:

“Não estamos de maneira nenhuma perante a alienação de um direito de uso das instalações. Os dirigentes do clube, na verdade, solicitaram do público capital de risco para poder desenvolver um negócio, com objetivos lucrativos [os dirigentes receberiam uma remuneração proveniente da construção e da operação das instalações do clube]. O risco do associado não diminui pelo simples fato de que o título que adquiriu lhe outorga a condição de associado. Mas justamente porque arrisca o seu dinheiro, junto com outros associados, é que há a possibilidade de que as vantagens do

clube venham a se materializar e as instalações sejam edificadas.”²⁶

Um crescente número de doutrinadores logo foi abraçando o conceito de capital de risco como um elemento de definição de *security*. Igualmente, vários procuradores gerais estaduais acompanharam essa orientação, passando a fazer menção ao capital de risco quando convocados a opinar a respeito da configuração deste ou daquele sistema financeiro como operação de *securities*. Os tribunais têm-se mostrado menos permeáveis a esse teste, mas já começam a afrouxar essa relutância. O mais famoso caso nesse sentido é o do *State of Hawaii (by its Commissioner of Securities) v. Hawaii Market Center Inc.*, Suprema Corte do Havai, 1971, 52 Hawaii 642, 485 P.2d. 105. O *Hawaii Market Center, Inc.* revelou o propósito de abrir uma *retail store* para vender mercadoria somente a pessoas possuidoras de “cartas de autorização de compra”. A fim de levantar o capital para o financiamento do empreendimento, recrutou “membros fundadores”, a um número máximo de 5.000. Seria reputado “membro fundador distribuidor” a pessoa que comprasse uma máquina de costura e um aparelho de cozinha (cujos preços de custo não ultrapassariam \$ 70) por \$ 320. Ao fazê-lo, o comprador celebraria também um contrato com a sociedade, que lhe permitiria fazer dinheiro com essa aplicação, de diversas maneiras: 1.º) distribuição de 50 cartas de autorização de compra, emitidas em seu nome, ganhando assim uma comissão de 10%

25. A coisa não é bem assim, e as obrigações (para nos limitarmos ao exemplo em foco), uma vez emitidas, não é “um pedaço de papel sem valor”, antes dos pagamentos dos rendimentos ou do resgate. Valha a ênfase dada ao capital em risco.

26. Para uma discussão mais minuciosa a respeito da venda de títulos de clube, ver Maxwell, “Ailing Country Clubs”, *Wall Street Journal*, 28.12.1961, pág. 1, col. 1.

sobre as compras feitas pelos portadores dessas cartas; 2.º) ganhar \$ 50 de remuneração cada vez que uma pessoa por ele indicada se tornasse também um *founder-member distributor*; 3.º) receber \$ 300 por cada novo membro que conseguir, não mais como membro distribuidor mas como “membro fundador supervisor”, o que traduziria em novo fluxo de recursos à sociedade, pois, para adquirir esse *status*, a pessoa deveria comprar \$ 830 em mercadorias (cujos preços de custo eram de \$ 140).²⁷

Após uma análise da “realidade econômica” subjacente às relações entre o Hawaii Market Center e os membros fundadores, a corte se manifestou pela configuração desses contratos como “contratos de investimentos”, e, como tais, *securities*:

“O aspecto saliente de uma colocação de valores é a solicitação pública de recursos para o empreendimento (...). Essa sujeição dos recursos do investidor aos riscos empresariais, sem que possa exercer o mínimo controle sobre o investimento é a realidade econômica própria de uma *security*. Na hipótese, toda pessoa que celebrasse um contrato de membro fundador, se comprometia com a Hawaii Market Center a realizar uma compra de \$ 320, a fim de se tornar um distribuidor, em uma compra de \$ 820, a fim de se tornar um supervisor. Os autos informam que o preço de custo das mercadorias não ultrapassam, respectivamente, \$ 70 e \$ 140. Os apelantes tentaram caracterizar essas transações como simples compras de mercadorias, mas

27. Sobre a configuração dos “founder/member Contracts como *securities*, v. Note. Founder Member Contracts defined as Securities under Risk Capital Test”, 18 *W. L. Rev.*, 1141 (1972).

os termos em que estão vasados os contratos indicam claramente que os preços pagos pelos membros fundadores foram feitos com o objetivo de adquirir uma série de vantagens, de sorte que os sobrepreços pagos constituem investimentos que se sujeitam aos riscos do empreendimento.”

VII — Na definição oferecida pelo tese Howey, a *security* é concebida como toda e qualquer transação em que o investidor põe o seu dinheiro num negócio comum, com o escopo de obter lucro através dos esforços exclusivos do captador dos recursos ou de uma terceira pessoa (“solely from the efforts of the promoter or a third party”). Quer dizer: é característico do investidor a sua *passividade*: ele não tem o direito de participar das decisões do negócio, totalmente entregue a terceiros: ele é um simples fornecedor de capital.

Em termos de identificação de *securities* em cotejo com outras formas de investimento, esse fator é um dos mais decisivos. Outras formas de investimento têm uma ou mais das características apontadas, mas a colocação de títulos e valores é a única forma na qual o investidor perde de fato o controle sobre o investimento que faz. Esse fator, aliás, é o principal motivador do complexo de leis sobre o mercado de títulos. Se o investidor não pode pedir o retorno de seu dinheiro aplicado, nem tem controle ou ingerência na decisão referente ao seu uso, então a ele deve ser confiada toda e qualquer informação relativa aos captadores e administradores dos recursos, e o esquema que será obedecido na condução do negócio comum. Sem essas informações, o investidor não poderá tomar uma decisão criteriosa a respeito do cap-

tador dos recursos e da solidez do empreendimento, para concretizar o investimento. Por outro lado, se ele tem voz na decisão e no controle do empreendimento, está, teoricamente, em posição de proteger o seu investimento, sem a necessidade de leis protecionistas. No caso Polikoff v. Levy²⁸ essa idéia foi assim resumida:

“A razão para se excluir do alcance das leis de mercado de capitais aquelas transações em que o investidor tem direito a uma ingerência direta nos negócios é óbvia. Nesses casos, os membros do empreendimento colocam os seus recursos nas mãos de outros elementos da organização, reservando-se o direito de controlar o negócio e ter acesso a informações a respeito do que ocorre na empresa. Em vista disso, a proteção por via de informações completas (*full disclosure*) a serem prestadas, por ocasião do registro prévio, ao S.E.C., antes da colocação dos recursos, não é necessária, como necessária se faz essa proteção na hipótese de investimento sem qualquer ingerência.”

Advirta-se que a palavra *solely* (no contexto: esforços exclusivos do captador ou de terceiros) deu origem a duas interpretações: uma exigindo dependência absoluta do negócio à atividade de pessoas que não o investidor;²⁹ outra, mais libe-

ral, permitindo uma atuação do investidor.³⁰ A segunda corrente aos poucos prevaleceu, pois, como ponderou um advogado ao Texas Securities Board, se o teste fornecido pelo juiz Murphy no caso Howey fosse interpretado literalmente, bastaria que o investidor colhesse com as próprias mãos uma laranja para que a Howey Company livrasse todas as vendas, que fez, de lotes para cultivo de frutas cítricas, da decisão famosa. Na verdade, a aplicação da fórmula referente aos “esforços exclusivos” não pode ser mecânica, baseada numa concepção estreita de participação de investidor, de sorte que deve aplicar-se o conceito de *security* mesmo quando o investidor não seja totalmente inativo, mas participe, ainda que em grau limitado, das operações empresariais. No caso Davenport v. United States 260 F.2d.591, 9th Cir. 1958, discutiu-se a hipótese de um investidor que tinha aplicado dinheiro num negócio de madeira compensada, sob a condição de que fosse admitido também como empregado da empresa. Ao admitir a participação do investidor em seu negócio, a Davenport não providenciou o registro da emissão de *security*, baseada na idéia de que, sendo o investidor também empregado, não se configuraria no caso um contrato de investimento, mas esforço combinado de ambos no empreendimento. O tribunal não aco-

28. 55 Ill. App. 2d 229, 204 N.E. 2d 807 (1965).

29. Rouney v. Richard Prows, Inc., 289 F. Supp. 313 (D. Utah 1968); Polikoff v. Levy, 55 Ill. App. 2d 229, 204 N.E. 2d 807 (1965). Foi baseado nessa corrente que se negou que as crianças e a empresa cinematográfica, no caso People v. Syde citado no início deste artigo, teriam celebrado contrato de investimento, já que a atuação dos menores na realização dos filmes, e portanto no negócio comum, seria substancial.

30. Blackwell v. Bentsen, 203 F. 2d 690 15th Cir. (1953), *cert. dismissed* 347 U.S. 925, 74 S. Ct. 558 (1954), foi talvez o primeiro a se insurgir contra uma interpretação literal da fórmula Howey. Ver ainda Texas Continental Life Ins. Co. v. Bankers Bond Co., 187 F. Supp. 14 (W.D.Ky 1960); Wilko v. Swan, 127 F. Supp. 55 (S.D. N.Y. 1955); Sire Plan Portfolios v. Carpenter, 8 Ill. App. 2d 354, 132, N. E. 2d 78 (1st Dist. 1956).

lheu a tese, e a caracterizou como *security*, aproveitando a oportunidade para fazer uma distinção entre ingerência direta e indireta.³¹

Essa distinção entre ingerência direta e indireta é também lembrada nos casos de *joint ventures* e de *general partnerships*. Em princípio, esses tipos sociais são a antítese de um contrato de investimento, posto que os sócios não são investidores passivos que colocam o seu dinheiro em empreendimentos, com a esperança de obter lucros apenas com os esforços dos demais sócios. Pelo contrário, esses sócios objetivam colher ganhos mediante a participação ativa no controle e na gestão do empreendimento. É possível, porém, utilizar-se dessas formas sociais para encobrir investimento passivo, cabendo, então, fazer referência ao conceito de *security* (cf. *Securities Act*, de 1933, §§ 2(2), 2(4) e 2(1)). A mesma distinção permite falar em *security* com referência às *limited partnerships* (espécie de sociedade em comandita), no caso dos sócios de responsabilidade limitada, que teriam, no máximo, uma "ingerência indireta" nos negócios sociais.³²

VIII — Por fim, cabe fazer alusão a um elemento que está implícito na definição de *security*, quando situada no contexto geral das *securities regulations*. Queremos nos referir ao "caráter público" da colocação dos valores. O aspecto saliente da colocação de *securities* é a solicitação pública de recursos

31. Cf. Joseph C. Long, "An Attempt to Return 'Investment Contracts' to the Mainstream of Securities Regulation", 24 *Oklah. L.R.* 135 (1971).

32. Fink, "Joint Ventures, Limited Partnerships, Sale-Leaseback and other Devices: the Developer's Approach", 52 *Chic. B. Rec.* 323, 371 (1971).

para um empreendimento, e o propósito dessa legislação especial é o de proteger o público investidor. Algumas disposições procuram defender o público contra os maus investimentos, através da seleção feita pelas agências federais por ocasião do registro dos lançamentos, pois estas têm o poder de recusar o registro, e, assim, obstruir o trânsito de qualquer *security* que julgar *not fair, just, or equitable*. O grande número dos dispositivos legais, porém, procuram impor a prática da "total revelação de informações" (*full disclosure*). O propósito desses comandos é o de possibilitar ao investidor dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação a seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir o investidor de realizar uma má escolha, mas apenas e tão-somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido no direito americano, de que uma pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade livre.

Essa filosofia fora enfatizada pelo Presidente Roosevelt, na mensagem que acompanhou a *Securities Act* de 1933: "...let to the ancient rule of *caveat emptor* be added the further doctrine of let the seller also beware." E a Suprema Corte dos Estados Unidos, desde então, tem sempre manifestado essa preocupação pelo *full disclosure*: "The design of the statutes is to protect

investors by promoting full disclosure of information through necessary to informed investment decisions."³³ Em suma, um mercado livre de valores exige um acesso igual para compradores e vendedores a informações materialmente relevantes a fim de que possam tomar uma decisão criteriosa a respeito dos investimentos.

Aplicar-se-ia essa filosofia do *full disclosure* a todos os esquemas de investimento? O preâmbulo dos *securities acts* claramente indica que não, e mostra que as leis em apreço tencionam cobrir apenas as colocações de valores que recorram à poupança do grande público. Transações isoladas ou privadas, realizadas por pessoas que estão, ou poderiam estar, suficientemente cientes das operações de risco da empresa, sendo o perigo de fraude reduzido tanto qualitativa quanto quantitativamente, a ponto de lhes ser suficiente a proteção do direito comum, são excluídas da obrigatoriedade do registro no S.E.C., conforme dispõe o § 4(1) do *Securities Act* de 1933. É verdade que há certa intranquilidade quanto à caracterização de uma transação privada. Evidenciada a falibilidade de testes baseados no número dos investidores ou no volume dos investimentos, para a caracterização de uma transação privada, a Suprema Corte, no caso S.E.C. v. Ralston Purina Co. fixou mais dois critérios sobremodo elásticos. Pelo primeiro, para a identificação de uma oferta privada, caberia verificar se os oblatos necessitariam das informações que o registro lhes garantem, para uma decisão criteriosa; e, segundo, caberia verifi-

car se, capacitados que sejam os investidores, têm eles, por si, acesso às informações que o registro na S.E.C. lhes forneceria. Difícil que seja a caracterização de uma oferta como privada, é contudo ponto pacífico que ela está inalcançada pela obrigatoriedade do registro, por não consubstanciar operação de *security*, que implica sempre em oferta pública.³⁴

IX — À vista do exposto, podemos concluir que cinco são as características que nos dão um teste uniforme para a identificação de uma *security*, e que, por via de consequência, o definem. *Security* é: (1) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, (2) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, (3) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, (4) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, (5) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.³⁵

X — Gisado o conceito de *security* no direito norte-americano,

34. V. "Benchmarks of a non-public offering", in Jennings & Marsh, ob. cit. pág. 407.

35. O Prof. Coffey (ob. cit., pág. 377) assim define *security*: "(1) a transaction in which (2) an investor contributes to an enterprise something of value which (3) is subjected to a risk of loss, where (4) the investor has little familiarity with or control over the enterprise, and where (5) he has reasonable expectation of receiving some of valuable benefit in excess of his original contribution." O Prof. Long, por sua vez (ob. cit., pág. 174), define a *security* como "the investment of money or money's worth in the risk capital of a venture with the expectation of some benefit to the investor where the investor has no direct control over the investment decisions of the..."

33. S.E.C. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 73 S.Ct. 281 (1953).

vejamos se existe algum conceito análogo no direito brasileiro.

A partir de 1964, o governo do Brasil empreendeu a execução de um importante programa destinado a impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais. Consciente de que o desenvolvimento financeiro é indispensável para o desenvolvimento econômico geral do país, concebeu-se um ambicioso plano de ação governamental, destinado a intervir na economia e garantir uma rápida expansão das instituições financeiras. Na opinião de um professor da Yale Law School, "the Brazilian program is one of the most important efforts in planned and forced-draft capital market development now underway in the developing world".³⁶ Nessa ordem de idéias, a par de um complexo sistema de incentivos fiscais, exerceram força catalizadora no mercado brasileiro a Lei n. 4.728, de 14.7.1965, e as normas complementares, sancionadas com o objetivo de "disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento".

Ora, essa legislação reguladora do mercado de capitais inspirou-se grandemente na legislação norte-americana, constituindo, ao que se saiba, o primeiro esforço de adaptação de um complexo de instituições e normas jurídicas, oriundas de um país de *common law*, no contexto de um país tributário da tradição continental européia.

36. David Trubek, *Law, Planning, and the Development of the Brazilian Capital Market*, Yale Law School, Bulletin ns. 72-73, 1971; David Trubek, Jorge Hilário Gouveia Vieira e Paulo Fernandes de Sá, *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais*, Rio, 1971; Carlos Alberto Americano e outros, *O Mercado de Capitais*, Rio, 1970; Aloysio Lopes Pontes, *Instituições Financeiras Privadas*, Rio, 1972.

Assim, por quatro décadas, a emissão e a negociação de títulos e valores, nos Estados Unidos, vêm sendo polarizadas no sentido da *full and fair disclosure*, posto que um mercado livre, como salientamos linhas atrás, de valores, exige um igual acesso por parte de vendedores e compradores a informações materialmente relevantes para realizar um investimento criterioso. Quer dizer: um mercado, para ser sadio, necessita de informações esclarecidas, acessíveis a todos. Ora, esse objetivo é visado nas *securities regulations* americanas através de duas ordens de medidas legais: 1) registro obrigatório das ofertas públicas de valores no S.E.C.; 2) dispositivos antifraudes, objetivando deter práticas não equitativas. Pois bem, a Lei n. 4.728/65 segue a mesma orientação, *verbis*:

(*regulatory agencies*)

"Art. 1.º Os mercados financeiro e de capitais serão *disciplinados* pelo Conselho Monetário Nacional e *fiscalizados* pelo Banco Central do Brasil.

Art. 2.º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a *finalidade* de:

(*full disclosure*)

I — *Facilitar o acesso do público a informações* sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;

II — *proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas* de títulos ou valores mobiliários:

(*anti-fraud provisions*)

III — *Evitar modalidades de fraude e manipulação* destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preços de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

IV — *assegurar a observância de práticas comerciais equitativas* por todos aqueles que exerçam profissionalmente funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários.

Art. 3.º *Compete ao Banco Central*:

(*registration statements*)

IV — *manter registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação e poupança popular no mercado de capitais;*

V — *registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bolsas de Valores;*

VI — *registrar as emissões de títulos ou valores imobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais.*

Essa adaptação de um complexo de instituições de um sistema legal para outro representa um desafio de largas proporções, dando origem a um grande número de problemas, não só de natureza estrutural, mas de ordem conceitual e até etimológica. Assim, não existe em português um vocábulo que corresponda ao termo *security*, havendo o legislador brasileiro, como se vê das passagens acima transcritas, traduzido por "títulos e valores mobiliá-

rios". Se bem que as conotações dessa expressão não tenham ainda sido exploradas, existem alguns conceitos arraigados que, em princípio, tornam a tradução feita uma traição (*traduttore, tradittore*). No conceito em tela, o legislador parece não cogitar senão daqueles títulos e valores mobiliários que se "materializam" em um documento, tais como os títulos de crédito e os títulos de participação em uma sociedade anônima. A Resolução n. 39, de 20.10.1966, do Banco Central, que veio disciplinar as negociações de títulos e valores mobiliários nas bolsas de valores, refere-se exclusivamente a ações, obrigações e outros papéis de emissão de pessoas jurídicas de direito privado (art. 57), assim como os direitos e subscrições e opções concernentes a esses títulos (art. 58). A Resolução n. 88, de 30.1.1968, que disciplina o registro das pessoas jurídicas de direito privado, emissoras de títulos e valores mobiliários, negociáveis em bolsa e nas demais instituições integrantes do sistema de distribuição no mercado de capitais, bem como o registro das respectivas emissões, somente faz alusão às ações e obrigações emitidas pelas *sociedades anônimas*. Ainda que ambas as resoluções façam referência a títulos e valores emitidos por pessoas jurídicas de direito privado, o legislador não cogita, por exemplo, da participação em sociedade por quotas ou em sociedade em comandita simples, não porque essas participações não se revistam do caráter de oferta pública, mas porque não se materializam em um título de participação. Ora no direito americano, a participação em uma *limited partnership* é conceituada como *securitu*. e capitulada nela

Securities and Exchange Act Rule 3a11-1 na categoria das *equity securities*.³⁷

Aliás, a própria definição legal de *security*, constante da *Securities Act* de 1933, em sua redação original, antes da alteração efetuada pela Emenda n. 291, 73 Congress, de 6.6.1934, expressamente sublinhava a irrelevância da materialização em instrumento documental ("certificate of interest in property, tangible or intangible").

Tendo em vista que o objetivo das leis disciplinadoras do mercado de capitais é, à parte a sua carga estimuladora, proteger o público investidor dos mecanismos de captação da poupança, a construção jurisprudencial norte-americana, lentamente formulada, em torno da noção de *security*, livre de embaraços formais, e com largo elastério,

37. *Ad. litteram*: "The term equity is hereby defined to include any stock or similar security, certificate of interest or participation in any profit sharing agreement, preorganization certificate or subscription, transferable share, voting trust certificate or certificate of deposit for an equity security, *limited partnership interest*, interest in a joint venture, or certificate of interest in a business trust; or any security convertible, without consideration into such a security, or carrying any warrant or right to subscribe to or purchase such a security; or any such warrant or right".

constitui uma lição que não pode deixar de ser cogitada pelos intérpretes do direito brasileiro de mercado de capitais. Nesse sentido, parece-nos que o conceito de "títulos e valores mobiliários", utilizado pelo legislador para traduzir a realidade econômica análoga, pode sofrer uma leitura generosa, tal como a interpretação desenvolvida nos EE.UU. em torno do termo *security*, que permita ao Banco Central do Brasil policiar deveras o mercado de valores, em sua expressão mais lata, fiscalizando todas as formas de captação de recursos da poupança popular. Certos tipos de loteamento popular, algumas formas de *leasing* e *renting*, planos de promoção de venda de tecidos, cestas de natal, automóveis, mercadorias várias subordinadas a carnês de poupança e sorteio, e até lotes de cemitérios, que, em nosso país, até agora, têm escapado da fiscalização do Banco Central, mas que revelam todas as características de solicitação pública de valores, devem ser examinados, a luz de critérios menos formalistas, visando a proteção do público investidor. Neste ponto, como em muitos outros, o estudo comparado do sistema vigente na América do Norte e em nosso país pode lançar luzes esclarecedoras.

EMPRESA MULTINACIONAL: DESCRIÇÃO ANALÍTICA DE UM FENÔMENO CONTEMPORÂNEO

JOSÉ CARLOS DE MAGALHÃES

SUMÁRIO: I — Introdução. II — Conceituações formais econômico-políticas. Conceituação Jurídica. III — Descrição Analítica. Participante. Objetivos. Estratégia. Áreas de atuação. Base do poder. Resultados e efeitos. Transferência de tecnologia. Balança de pagamentos. Controle da economia. Dependência tecnológica e distorção da Economia.

I — Introdução

O mundo moderno assiste a um movimento de transformação política, social e econômica que, em muitos respeitos, é consequência direta da Segunda Guerra Mundial. O papel dos Estados, fortalecido pelo movimento nacionalista resultante das tendências do século dezanove, começou paulatinamente a declinar, não só como consequência da guerra em si, mas também com o surgimento das organizações internacionais e o desenvolvimento rápido dos meios de comunicação. Por outro lado, o número de Estados surgidos neste período pós-colonial, muitos dos quais sem condições de exercitar realmente as prerrogativas e o papel de Estados, já que atados a uma estrutura colonial, contribuiu muito para que a noção antiga de Estado soberano viesse a ser vista apenas como uma metáfora, sem grande significado. Em todo esse panorama no plano político, associa-se a crescente interação das economias nacionais, como consequência dos movimentos de integração econômica e da própria expansão industrial dos países desenvolvidos.

Nesse contexto surge a empresa como um instrumento de produção e distribuição de riquezas. Se a princípio ligada aos princípios da nacionalidade, atada aos Estados nos quais seus interesses estavam

radicados, aos poucos volta-se para as áreas internacionais, em busca de mercados maiores e de fontes de matéria-prima ou suprimento. Da empresa nacional ou desta empresa com operações no exterior para as empresas multinacionais foi um passo quase que imperceptível, com inúmeras consequências.

Tal tipo de empresa não se identifica com as antigas empresas que operavam como que agentes de governos, tal como é o caso da Companhia das Índias Ocidentais, ligada à Inglaterra e criada para colonizar e explorar novos territórios. Nem com as empresas com operações internacionais, identificadas ou identificáveis com determinado Estado. A empresa multinacional, desenvolvendo-se das empresas nacionais que a compõem, surge como um todo, senão em sua estruturação jurídica, pelo menos na sua atividade e comportamento. Usando a estratégia de ser "bom cidadão" em todo o Estado que a acolhe, possuindo tecnologia avançada, nem sempre acessível aos Estados menos desenvolvidos e mostrando uma flexibilidade em captar recursos em toda a parte do mundo, a empresa multinacional começa a colocar em xeque o poder do Estado, na condução das suas atividades econômicas.

Em verdade, a empresa multinacional não se identifica exatamente com o Estado onde tem sua base,