

OS VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIROS COMO TÍTULOS DE CRÉDITO

WALDÍRIO BULGARELLI

SUMÁRIO: 1. Introdução — 2. A menção aos valores mobiliários pelas leis brasileiras — 3. A mobilização dos créditos — 4. A teoria geral dos títulos de crédito — 5. A terminologia brasileira dos papéis de crédito — 6. Noção de valores mobiliários — 7. Os efeitos de comércio e os valores mobiliários — 8. Os valores mobiliários na Itália — 9. Os valores mobiliários nos EUA — 10. Os valores mobiliários na Inglaterra — 11. Os valores mobiliários na Alemanha — 12. Os valores mobiliários na Holanda — 13. Os valores mobiliários na Bélgica — 14. Os valores mobiliários na Suíça — 15. Títulos e valores mobiliários — 16. Os valores mobiliários como títulos de crédito — 17. Conclusões.

1. Introdução

A inserção do termo *valores mobiliários* na legislação brasileira, como base de operações na Bolsa e no Balcão e como critério para distinguir as sociedades anônimas abertas, e a sua divulgação pela doutrina, está a ensejar maiores estudos sobre o seu verdadeiro significado e sobretudo a sua posição, no nosso direito e mais precisamente perante a teoria dos títulos de crédito.

A falta de uma conceituação legal e o emprego simultâneo da expressão valores mobiliários, ao lado de outras, como *efeitos de comércio*, *títulos*, *títulos cambiais*, etc., nas disposições legais, já encaminha naturalmente o método do estudo para uma abordagem não necessariamente dogmática, para ajustá-la ao sistema jurídico, mas, ao contrário, implica partir de uma visão geral da teoria dos documentos, procurando através da comparação e da qualificação jurídica encontrar a sua exata caracterização e identificação no sistema. Com efeito, há de se questionar, o que se entende por valores mobiliários; se estão incluídos na categoria dos títulos de crédito, dos efeitos do comércio, ou de meros quirógrafos. Despiciendo não será também se procurar a *ratio legis* da eleição de apenas alguns papéis, considerados pelo legislador como valores mobiliários.

2. A menção aos valores mobiliários pelas leis brasileiras

As menções mais importantes da expressão *valores mobiliários*, encontram-se atualmente (além daquelas feitas pela Lei 4.728/65), na Lei 6.385, de 7.12.1976, que enumera os valores mobiliários sujeitos ao regime da lei (art. 1.º) considerando como tais: I — as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus 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. Verifica-se, assim, desde logo, que o rol incluiu *papéis* (designação que empregaremos até final conclusão) considerados como títulos de crédito; outros cuja natureza de título é discutível, e por fim, ao mesmo tempo em que abre a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional vir acrescentar novos à lista, limita entretanto essa possibilidade apenas a

títulos emitidos por sociedades anônimas, o que já enseja também a questão de se saber que outros títulos além dos tradicionais (ações, debêntures, etc.) poderiam vir a ser emitidos pelas sociedades anônimas.

Também é de se ressaltar nestas premissas, a exclusão estabelecida pelo parágrafo único do referido art. 2.º da Lei 6.385/76, da consagração legal como valores mobiliários dos títulos que arrola, e que são: “I — os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II — os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures”.

Do que decorre a conclusão inicial de que o critério legal não restringiu a relação apenas aos títulos ditos de Bolsa, mas, também não alargou o suficiente para abranger todos os papéis negociáveis no mercado.

A outra menção importante, encontra-se no art. 4.º, da Lei 6.404, de 15.12.1976, como critério diferenciador entre as companhias abertas e fechadas. Com efeito, dispõe o referido dispositivo, que serão consideradas companhias abertas aquelas cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de Balcão.

Também o n. I, do art. 183, da citada lei, na parte referente aos critérios de avaliação do ativo, faz menção a valores mobiliários, distinguindo-os dos títulos de crédito, o que mereceu a crítica de Philomeno Joaquim da Costa.¹

3. A mobilização dos créditos

Por sua vez, a referência à mobilização dos créditos através desses papéis, demonstra a orientação do legislador em selecionar alguns que seriam aptos, a seu ver e a seu critério, de serem negociados, naquilo que denominou de mercado de capitais, embora não esgote essa designação a amplitude do mercado, que compreende (e a própria Lei 4.728/65 fez tal referência) também o mercado financeiro.

Nesse sentido, já apontava Ascarelli (*Corso di Diritto Commerciale*, 3.ª ed., 1962), como ao lado das cambiais que emitidas pelos comerciantes passaram a ser descontadas nos Bancos, as ações e obrigações das sociedades anônimas passaram a ser negociadas em Bolsas (ligação aliás, entre as duas instituições que fez com que ambas prosperassem, sociedades anônimas e Bolsas), ensejando a disseminação da propriedade mas também propiciando o seu controle por um grupo (banqueiros e controladores).

O aparecimento e a surpreendente difusão dos títulos de massa, inicialmente, através das ações de emissão das sociedades anônimas logo encontrando respaldo nas negociações nas Bolsas, seguidas de outras obrigações por elas emitidas, além dos chamados títulos públicos, de emissão governamental, e ainda a difusão

1. “Constitui um equívoco conceitual a distinção entre título de crédito e valor mobiliário existente no disposto pelo n. I do art. 183, como já se viu. Ali se dispõe, a propósito de critérios de estimação para balanço, que o custo ou cotação no mercado, se este for menor, fixarão registro dos direitos e títulos de crédito “e quaisquer valores mobiliários não classificados como investimentos”. Se os últimos representam espécie dos outros, a referência a este traduz também qualquer valor mobiliário” — Philomeno Joaquim da Costa, *Anotações às Companhias*, vol. I, Ed. R.T. 1980, nota 12, p. 203.

no mercado dos títulos cambiais, pelo desconto nos Bancos, trouxeram à baila uma nova realidade no mundo até então restrito às negociações com os títulos cambiários, limitados aos particulares nas feiras e mercados e aos poucos se expandindo.

É conhecido que tal fenômeno se deve ao aparecimento, após a Revolução Industrial, de novas empresas e pelo seu desenvolvimento, a exigir grandes recursos, que os deviam recolher de quem deles dispusesse (chamado no seu conjunto de Mercado de Capitais), e tal arrecadação se fez através da emissão de ações e obrigações. A sociedade anônima tem aí o seu desempenho, surgindo como a grande máquina de arrecadação de capitais, no dizer de Ripert, inserindo-se entre os chamados “mecanismos jurídicos”, por Tullio Ascarelli.

Evidentemente que a negociação de tais papéis exigia uma organização e uma técnica,² desenvolvendo-se então as Bolsas e aperfeiçoando-se os mecanismos destinados às operações destinadas a operações bursáteis (como os contratos a termos, com suas variantes, o reporte, deporte, e hoje, o *hedging*, etc.)³ e por outro lado, aperfeiçoando-se as técnicas bancárias, com o crescimento do mercado financeiro. A verdadeira substituição da moeda como forma de pagamento pelos papéis negociáveis e a estruturação da técnica e organização dos Bancos e das Bolsas marcam profundamente o mercado moderno.

Os papéis negociáveis, por seu turno, de um lado aperfeiçoam-se, não só no sentido da sua circulabilidade e da sua exigibilidade, em razão da segurança e certeza que devem oferecer, mas, também aumenta o seu número para atender às necessidades da mobilização creditícia, saindo do estreito limite histórico das cambiais (Letras de Câmbio e Notas Promissórias) para atingir uma variada gama de operações creditícias com base em bens e serviços, o que obrigou a uma revisão profunda na teoria geral dos títulos de crédito.

4. A teoria geral dos títulos de crédito

A teoria geral dos títulos de crédito, como sabido, não foi concebida para o estudo, explicação, compreensão, qualificação e classificação de documentos constitutivos de direitos criados racionalmente em gabinetes, fora da realidade,⁴ como hoje, muitas vezes, só ocorrer com frequência reprovável, mas destinava-se antes de mais nada, a explicar a existência e efeitos de papéis, surgidos historicamente ao sabor das necessidades do comércio, dotados de uma verdadeira força magnética de exigibilidade dos créditos neles mencionados, que os usos e as práticas comerciais, haviam consagrado, numa lenta evolução.

2. Cf. Marco Onado, *Le Operazioni di Mercato Aperto nel sistema bancario statunitense*, Milão, 1975.

3. Oscar Barreto Filho, “As Operações a Termo sobre Mercadorias (*hedging*)”, in RDM nova fase, n. 29, pp. 11 e ss.; Noêmio Spinola, *Commodities — O preço do futuro*, Ed. IBMEC, 1974.

4. Quase diríamos num laboratório. Vê-se, na evolução dos títulos de crédito, o exemplo da grande carga de historicidade de que o direito está impregnado, nem sempre passível de ser substituída pela racionalidade pura.

De documento meramente probatório de uma transferência cambial (*o cambio trajecticio*) na Idade Média, a cambial vai atingir no período dito moderno (a partir, sobretudo, da Lei alemã de 1848) uma configuração toda própria e característica, bem diversa senão contrária, aos documentos meramente probatórios.

Firmam-se, nesta última fase, os contornos que vieram se desenhando nos períodos ditos italiano e francês, passando a ser considerada, a cártula, como um valor em si mesma, dotada de uma grande dose de abstração, em relação à causa da sua emissão (que na conhecida concepção de Ascarelli, é a função de que deve desempenhar, ditada pela convenção executiva, entre as partes) e suscetível de circular ágil e solertemente, em comparação com as formas tradicionais da cessão de direitos ou de contratos. Põe-se em causa, destacadamente, o objetivo essencial das cambiais que é o de conferir segurança e certeza à sua circulação.⁵

Despiciendo assinalar o papel da doutrina na elaboração da teoria geral dos títulos de crédito, sobretudo a alemã, mas, por justiça, deve-se ressaltar o papel de Cesare Vivante que a bem dizer, pondo ordem nas desencontradas opiniões e assertivas e sobretudo descartando os exageros das construções doutrinárias como a alemã, por exemplo, tão afeita às elucubrações metafísicas, configurou os elementos básicos norteadores da que poderíamos chamar a moderna teoria geral dos títulos de crédito. E é com base na construção vivanteana que a doutrina segue aperfeiçoando-a, levando em conta não só as cambiais (agora, compreendendo além da letra de câmbio também a nota promissória redíviva da antiga *cautio* do contrato de câmbio medieval) mas também outros documentos⁶ dotados de certo rigor formais e suscetíveis de circular, com ampla aceitação prática, que conferem direitos vários, como o de participação, de direito real ou à prestação de serviços. Isto está bem claro na classificação de Vivante que os divide em: 1) títulos de crédito propriamente ditos, que dão direito à prestação de coisa fungível em mercadoria ou em dinheiro (como a letra de câmbio); 2) os que conferem um direito real (cédula pignoratícia); 3) os que atribuem a qualidade de sócio (como a ação); 4) os que dão direito a serviços (bilhete de passagem). Vê-se, portanto, que nunca esqueceu Vivante as cambiais e foi, naturalmente, mirando-as que as considerou como títulos propriamente ditos. Essa classificação que no dizer de Eunápio Borges teria sido seguida, com *pequenas diferenças* por J. X. Carvalho de Mendonça (afirmação criticada por Newton De Lucca⁷ que a acha equivocada, pois Eunápio Borges não teria atentado para outros aspectos e portanto a classificação oferecida por Carvalho de Mendonça se distanciaria e muito da de Vivante) de qualquer forma reflete, a nosso ver, a influência das cambiais na análise dos vários títulos de crédito, ensejando expressões como *títulos de crédito propriamente ditos*, ao lado de outros que não se ajustam estritamente ao modelo característico das cambiais. Note-se, a propósito, que J. X. Carvalho de Mendonça considera títulos de crédito propriamente ditos os que

5. A respeito da revisão crítica da teoria geral clássica, e sua nova concepção do título de crédito como fenômeno de mobilização da riqueza em função do mercado, cf. Filippo Chiomenti, *Il Titolo di Credito, fattispecie e disciplina*, Milão, 1977.

6. Cf. Ascarelli, em seus vários escritos, mas, principalmente na sua *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, 2.^a ed., SP, 1969.

7. *Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, Ed. Pioneira, 1979.

decorrem de uma operação de crédito (títulos de dívida pública, letras de câmbio, os warrants, as debêntures, etc.) — o que é típico das cambiais — e *impropriamente ditos*, os que, embora não decorrentes de operações de crédito, são revestidos dos requisitos da literalidade e da autonomia (entre os quais incluiu as ações), mas, sentindo as dificuldades pedia que não criticassem a sua classificação.

O conceito de título de crédito oferecido por Vivante, como o “documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado”, fez fortuna, como é notório. Assim, aceito basicamente pela doutrina em geral, acabou até recolhido pelo Projeto de Código Civil (Projeto 634, de 1975, Mensagem 160/1975) ora em trâmite no Congresso Nacional, embora com duas alterações de monta. A *primeira*, substituindo a expressão “nele mencionado”, pela de “nele contido”, o que parece significar que o projetista entendeu que o direito inserido na cártula (preferimos esta expressão à de *incorporação*, que como é sabido, peca por falta de maior concisão e que vem sendo considerada pela doutrina, como *mera imagem*) desapareceria, com o desaparecimento da cártula, o que não é correto, pois que ele, o direito inserido no título, pode perfeitamente sobreviver sem o seu suporte físico, como ocorre, por exemplo, por força do art. 36, do Decreto 2.044/1908, ao disciplinar a ação de anulação da cambial perdida, extraviada, furtada ou roubada ou destruída, ensejando ao beneficiário se vencedor na ação, a cobrança do crédito, não pela cártula inexistente, mas, por via da execução da sentença anulatória. A outra alteração diz respeito à *tipicidade*, parecendo ter o projetista desprezado a regra do *numeros clausus* e adotado o sistema da ampla liberdade de criação de títulos de crédito, o que mereceu de Antônio Mercado Júnior,⁸ os conhecidos reparos que fez a essa passagem do Projeto, manifestando seus temores por tal liberdade num meio despreparado como o nosso e apresentando substitutivo à redação do art. 923 do Projeto.

Na variada série de documentos hoje existentes expressando direitos e obrigações, torna-se cada vez mais difícil, classificá-los e identificá-los, sobretudo, em relação àqueles que podem ser considerados títulos de crédito.

Desde os *syngraphae*, que eram documentos atestando uma obrigação de estrangeiros, assinado por ambas as partes e os *chirographa* assinado apenas pelo devedor, considerado como *cautio*, entendido como promessa de pagamento de soma determinada — os primeiros já abandonados no período justiniano que acolheu apenas os *chirographa*⁹ — inúmeros documentos se utilizam com valor e efeitos jurídicos, multiplicados hoje, na economia de massa, tornando tarefa inglória a sua classificação. De lembrar que só o número dos títulos de crédito, entre nós, atinge hoje, a cerca de quarenta. Daí as dificuldades da doutrina em classificá-los, o que é atestado pela construção dos títulos *impróprios*, na doutrina italiana, subdivididos em *títulos de legitimação* e *documentos de legitimação*, agravados ainda pela diversidade nos vários países, como por exemplo, os do *common law* não assimiláveis exatamente os *negotiables instruments* aos títulos de crédito do direito europeu continental, também pela peculiaridade do conceito de *consideration*. Agravam-se ainda as dificuldades pela tendência moderna cada

8. Cf. RDM, nova fase, n. 9, p. 113.

9. M. Ortolan, *Explication Historique des Institutes de L'Empereur Justinien*, 7.^a ed., Paris, vol. 3, n. 1.429, pp. 254 e ss.

vez mais intensa, de, em certas áreas, procurar-se eliminar ou o uso dos documentos ou a sua circulação (como as ações escriturais e as *factures protestables* francesas).

Ora tal quadro está a demonstrar o verdadeiro desafio que representa tentar classificar todos esses documentos, o que lembra as dificuldades dos pandectistas em tentar arrolar todos os atos e fatos jurídicos, dificuldades que remanescem ainda nos chamados negócios jurídicos *stricto sensu*, a ponto de se negar a possibilidade da construção de um conceito unitário de negócio jurídico, da mesma forma que se chega a negar hoje também o caráter unitário dos títulos de crédito.

Mas, como ciência tipológica que é, por excelência, o Direito, além de uma ciência de justificação — como se tem posto em relevo, entre nós, ultimamente — deve a doutrina enfrentar o desafio e mesmo à custa de revendo criticamente toda a teoria geral dos títulos de crédito, lograr, explicar, demonstrar, justificar e finalmente qualificar e classificar os documentos constitutivos e declaratórios de direitos. É parte desse desafio tentar demonstrar a posição dos valores mobiliários perante a Teoria Geral dos Títulos de Crédito.

5. A terminologia brasileira

A expressão *valores mobiliários* se bem que utilizada na doutrina de há muito, é relativamente nova entre nós, tendo-se consagrado, praticamente, após a edição da lei do mercado de capitais, a Lei 4.728/1965.

O nosso vetusto, porém rico incompreendido e pouco conhecido Código Comercial de 1850, sempre empregou uma terminologia variada, ora referindo-se a *papéis de crédito* (art. 10, 4), *papéis de crédito comerciais* (art. 191, 2), *papéis de crédito negociáveis em comércio* (art. 273), *letras e papéis de crédito endossáveis* (arts. 54 e 55), *escritos ao portador* (art. 426), além da menção de documentos com força de títulos de crédito, como a escritura ou letra de risco referida no art. 635. Para J. X. Carvalho de Mendonça (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, vol. V, 2.^a parte, n. 461, p. 53) a expressão papéis de crédito era perfeito sinônimo de Títulos de Crédito.

Com a Lei 4.728/65 (art. 23, § 5.º) e a Lei 5.474/68 (art. 2.º) adotou-se também a expressão *efeitos de comércio*, de origem desenganadamente francesa.

Finalmente, a Lei 4.728/65 consagrou também, usando abundantemente da expressão valores mobiliários, adicionando-a à expressão efeitos de comércio e a de títulos cambiários. A idéia que se recolheu da expressão valores mobiliários era a de que fora empregada para significar títulos e documentos negociados em massa, especialmente na Bolsa e no Balcão, o que se verifica pelo seu uso posterior pela regulamentação dada às Bolsas de Valores, através da Resolução 39, de 20.4.1966, do BC.

Atualmente, a emprega e enuncia os documentos entendidos como Valores Mobiliários, a Lei 6.385, de 7.12.1976 (arts. 1.º e 2.º, principalmente).

Como entender tal expressão em relação aos títulos de crédito, aos títulos cambiários e aos efeitos de comércio?

6. Noção de valores mobiliários

Valores é expressão genérica, tanto mais vazia quanto ampla; em relação aos títulos de crédito ditos abstratos, poder-se-ia entender que a expressão lhes é destinada? Isto será visto mais adiante. *Mobiliários*, também não significa *sic et simpliciter* muito, ou quase nada. De *móvel*, poder-se-ia entender o que está mobilizado, o que é mobilizável; como os títulos de crédito são considerados coisas *móveis* (arts. 47-48, do CC brasileiro), sujeitos às regras de circulação desse tipo de bens, e até prevalecendo segundo a doutrina dominante, em relação a eles, a regra “en fait de meubles, possession vaut titre”, tem-se aí um ponto de contato.

Já os dicionários (como o Aurélio) assinalam que valor mobiliário é designação comum aos créditos por dinheiro ou coisa móvel, ações, obrigações, títulos negociáveis, etc.

Contudo, a noção jurídica exige mais. É tarefa do jurista pesquisar e tentar obter o exato significado das expressões legais, dentro dos parâmetros da chamada construção dogmática. Daí ser importante um estudo, ainda que sucinto, no direito comparado, não sem antes observar, com Ascarelli,¹⁰ que “a tarefa mais difícil da investigação dogmática consiste justamente, em separar, dentre os vários característicos de um instituto, os que lhe são essenciais, em colocá-los como fundamento da construção dogmática e, por isso, como premissa da aplicação analógica. O fim e a justificação da investigação dogmática consistem justamente no fato de que ela constitui um instrumento para resolver os novos problemas que a vida vem sempre propondo, mantida a continuidade entre as soluções já aceitas e as que são propostas quanto aos novos problemas. Justamente por isso, a maior dificuldade na construção dogmática está na escolha dos vários dados jurídicos para individuar os que, no seu desenvolvimento, melhor podem permitir alcançar a solução dos novos problemas, observada a continuidade e a necessária harmonia com as soluções aceitas nos casos resolvidos anteriormente. Ao preencher essa função, o estudo do direito comparado revela-se de utilidade singular, sob um duplo aspecto. Em primeiro lugar, na construção de um instituto dentro de um determinado sistema, isoladamente considerado. O conhecimento do direito comparado permite-nos, realmente, como já lembrei, apreender melhor os diversos direitos, isoladamente considerados; perceber o alcance e as razões das suas soluções; descobrir as “premissas implícitas”, que lhe são peculiares”.

7. Os efeitos de comércio e os valores mobiliários

A doutrina mais moderna, na França, conceitua os efeitos de comércio como títulos negociáveis que constatarem a existência em favor do portador de um crédito a curto prazo e serve para o seu pagamento. Esses títulos porque originariamente eram utilizados apenas no comércio, tomaram esse nome. São hoje, basicamente, as letras de câmbio, as notas promissórias, os warrants, os cheques, as faturas e borderôs protestáveis. Já os valores mobiliários são conceituados como títulos negociáveis representando direitos de sócios ou de empréstimos a longo prazo, e

10 *Problema das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2.^a ed., 1969, p. 11.

não obstante se empregue igualmente a expressão *títulos de Bolsa*, esta expressão é mais restrita que a de valores mobiliários, posto que nem todos os valores mobiliários são negociáveis em Bolsa (*Traité Élémentaire de Droit Commercial*, 7.^a ed., 1973, Ripert-Roblot).

Vê-se, pois, como a doutrina francesa tem presente, na caracterização dos *efeitos de comércio*, a sua assimilação à moeda (valor determinado; prazos curtos e fácil circulabilidade) e por conseqüência ainda que reconhecendo em alguns papéis ou títulos certas similitudes com os efeitos de comércio, descarta-as por não se enquadrarem em todos os seus termos nas características (como, por exemplo, os *billets de banque*) dos efeitos de comércio. E segundo essa linha de assimilação à moeda (como instrumento de pagamento) que é feita também a distinção entre efeitos de comércio e valores mobiliários.

Partindo da noção de efeitos de comércio como títulos negociáveis, com a indicação do seu valor, comprovando crédito em dinheiro, constata-se que embora apresentem certa analogia com os valores mobiliários, essa analogia se revela mais aparente do que real e em conseqüência as suas diferenças são bastante profundas, podendo ser assim enumeradas: ¹¹

a) A emissão de valores mobiliários equivale a um empréstimo a longo prazo contratado pelo emissor (companhia pública ou privada; o Estado, etc.) quer se trate da emissão de ações ou de obrigações. É claro que do ponto de vista estritamente jurídico, como ressalva Roblot, a situação do acionista não pode ser assimilada a do obrigacionista, somente este podendo ser considerado como um verdadeiro credor. Mas, no fundo, ambos ao subscrever, têm o mesmo objetivo; emprestar dinheiro a outro para obter um resultado, realizando assim uma colocação de capitais. Ora, se é certo que aquele que subscreve ou negocia um efeito de comércio contrata igualmente um empréstimo, só pode ser um empréstimo a curto prazo, da mesma forma que o empréstimo pelo desconto, é sempre uma aplicação temporária e de duração limitada. Justamente por isso, os valores mobiliários não se prestam às operações de desconto, e desse fato, provém em grande parte, sua inaptidão para substituir a moeda nos pagamentos. Os efeitos de comércio, pelo contrário, são suscetíveis de serem descontados e é um dos motivos pelo qual eles se constituem, nas relações comerciais, um útil instrumento de troca.

b) A responsabilidade como garante assumida por aquele que negocia uma ação ou uma obrigação não tem um alcance legal semelhante àquela que é imposta pela lei ao emitente de uma letra de câmbio ou de uma nota promissória. O primeiro se obriga unicamente a entregar ao cessionário um título de crédito contra o emitente; ele não se torna garante da solvabilidade da companhia emissora, já que o empréstimo contratado não é reembolsável senão a longo prazo e até o vencimento, a situação do devedor pode se modificar. Isto não ocorre quanto aos efeitos de comércio, pois que ao transferi-los a um terceiro, geralmente ele efetua um pagamento, sendo necessário certificar o valor do documento através do qual ele quitou o seu débito. Engaja assim a sua responsabilidade plena.

c) Os valores mobiliários, como os *billets de banque* são emitidos em série e por frações iguais, distinguindo-se os da mesma série entre eles, se for o caso,

11. Seguimos aqui a resenha feita por Roblot, *Les Effects de Commerce*, Paris, 1975.

pelo número. O que não ocorre com os efeitos de comércio, emitidos cada um por vez, em função de uma determinada operação, e cada um com seu próprio valor.

d) Por fim, os valores mobiliários, pelo menos as obrigações são reembolsáveis por sorteio, individualmente ou por lotes, o que não ocorre jamais com os efeitos de comércio.

Michel Vasseur, em relatório apresentado ao Instituto de Estudos Europeus, da Universidade Livre de Bruxelas, por ocasião dos Trabalhos do Grupo de Estudos sobre “Aspectos Jurídicos das Relações Econômicas entre a Europa e a América, Comissão de Valores Mobiliários”,¹² baseando-se basicamente na obra de Ripert-Roblot (*Traité Élémentaire*, ob. cit.) esclarece que a expressão valores mobiliários designa títulos negociáveis que representam direitos de sócios ou de empréstimos a longo prazo. E conquanto a expressão títulos de bolsas seja mais estreita do que a de valores mobiliários, ambos exprimem a mobilização do título; e é por causa dessa mobilidade que esses títulos estão ligados ao direito comercial, mesmo que não sejam utilizados no comércio e negociados por não comerciantes. O valor mobiliário é por excelência um título de investimento (*placement*), e seu característico distintivo é que o direito que ele representa é um direito de sócio ou de empréstimo, ou seja, um direito suscetível de obter uma renda. Não constituem, pois valores mobiliários, nem os *billets de banque* que têm uma função monetária, nem os efeitos de comércio, nem o cheque, que não rendem juros, nem os cupões que dão direito ao pagamento de um dividendo ou de juro, ou a um direito de subscrição. As três categorias clássicas de valores mobiliários, na França, são constituídas pelas ações, as obrigações e as partes do fundador.

8. Os valores mobiliários na Itália

A doutrina italiana sempre apontou como “estrangeira” a terminologia jurídica italiana, a noção de valores mobiliários.¹³ E nesse sentido, asseveram Renzo Moreira e Francesco Argan,¹⁴ que essa denominação — ademais de pouco utilizada pela doutrina e nas decisões jurisprudenciais — não corresponde a uma categoria jurídica precisa, na Itália, que seja utilizada como o é, por exemplo, a noção de títulos de crédito. E notam esses autores, que se encontra na Lei de 20.3.1913, n. 279, sobre a organização da Bolsa, uma referência legislativa à noção de “valor” compreendendo os títulos tanto públicos como privados admitidos à cotação à Bolsa. No capítulo II, dessa lei, que se refere “à admissão dos valores à cotação” são enumeradas certas categorias de títulos admitidos à cotação de pleno direito (títulos de crédito público e outros valores públicos ou que podem vir a ser admitidos por decisão da Câmara de Comércio, títulos de pessoas jurídicas, títulos de sociedades comerciais por ações, títulos públicos estrangeiros, títulos de pessoas jurídicas estrangeiras e títulos de sociedades por

12. *Le Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.

13. G. Ferri, *Il Titolo di Credito*, 2.^a ed., Turim, 1965; Renzo Moreira e Francesco Argan, “Les Valeurs Mobilières en droit italien”; in *Régime Juridique des Titres de Sociétés en Europe et aux États Unis*, ob. cit., p. 304; Felipo Chiomenti.

14. Ob. cit., pp. 304 e ss.

ações estrangeiras). Esta enumeração corresponde, substancialmente à noção de valor mobiliário da forma como é concebida pela doutrina francesa.

Por seu turno, observa G. Ferri (ob. cit., pp. 32 e ss. ao considerar o título de crédito como um meio técnico de circulação, e ao defender a tese de que essa função a ser preenchida pelo título é dependente da vontade do emitente — portanto, a função não é revelada simplesmente pela imagem plástica da “incorporação”, mas, ao contrário, é pela função do documento que se esclarece a incorporação e dá-se-lhe um significado jurídico. Para o autor, a função de circulação se revela pela legitimação e titularidade. Diz a certa altura: “Quando a legitimação seja conexa a um documento, pode haver um titular não-legitimado e um legitimado; e é em relação a essa dualidade de conceitos que se acentua a disciplina dos títulos de crédito; a segurança da circulação e a mobilização dos créditos ocorrem em virtude da função de legitimação do título, o qual permite, por meio da aquisição do documento, o exercício do direito, mesmo por parte de quem não é titular”. E ao analisar a expressão francesa “valores mobiliários” a considera como referente a títulos de massa, em contraposição aos títulos individuais (chamados na doutrina francesa, como vimos, de efeito de comércio). A distinção que para ele, se baseia essencialmente numa divisão de função econômica — instrumentos de mobilização do crédito — os títulos individuais; e instrumentos de dissociação da propriedade — no sentido econômico e controle da riqueza — os títulos de massa, assumem relevo na determinação do conceito jurídico dos títulos de crédito. Nos títulos de massa, de um lado, o princípio da incorporação é atenuado com mais intensidade, e de outro, o destaque entre o *rapporto sottostante* e o *rapporto cartolare* parece totalmente claro, não admitindo nenhuma influência, mesmo indireta, do primeiro sobre o segundo, e fazendo qualificar como venda de uma *res*, mesmo em operações de diversas naturezas (empréstimo, sociedade) a emissão do título. Após mostrar algumas diferenças entre os títulos de massa e os individuais — ao menos em termos de circulação, sobretudo, em relação aos títulos ao portador — Ferri assinala que se do ponto de vista da prática, pode haver uma situação diversa entre os diversos possuidores do título que assume especial relevo para os títulos individuais e possa restar praticamente inoperante perante um título anônimo e de larga circulação, sob o aspecto jurídico, entretanto, não existe diversidade substancial e justifica-se perfeitamente a subordinação a uma única disciplina do aspecto circulatório — que é o aspecto essencial dos títulos de crédito — e sob o qual todos os diversos títulos se apresentam com caráter comum.

E prossegue Ferri, dando a chave da questão do relacionamento entre valores mobiliários (ou títulos de massa como prefere) e os títulos de crédito — afirmando que na fase da circulação do título — que é o aspecto que a lei considera — não existe diversidade entre títulos individuais e títulos de massa. E se a emissão do título possa ter nas duas hipóteses, uma justificação econômica essencialmente diversa, permanece, contudo, idêntica a justificativa da atribuição ao título de caráter de título circulante, idênticas também são as exigências às quais se submete, idêntica a situação que será determinada por efeito da circulação do título. É indubitável que o direito que cada título exprime é diverso e, mesmo sendo todos títulos de crédito, uma cambial ou um cheque bancário não podem ser confundidos com uma obrigação de sociedade ou com uma ação, assim como não

podem ser confundidos com uma apólice ou com um certificado de depósito. Mas, isto não elimina o fato que todos esses documentos são títulos de legitimação circulantes gerando identidade de problemas e identidades de situação quando circulam e pelo fato de que circulam. E afinal conclui que essa consideração unitária que não é uma construção arbitrária do legislador italiano, mas, corresponde a uma efetiva realidade, resulta evidente do fato de que, mesmo nos ordenamentos jurídicos em que falta uma disciplina geral, sente-se a necessidade de construir uma categoria unitária dos títulos de crédito; isto ocorre no ordenamento alemão, no espanhol, no inglês, e também no francês, no qual a contraposição entre efeitos de comércio e valores mobiliários, não exclui que ambas as categorias sejam reunidas naquela mais ampla e compreensiva de *títulos negociáveis*.

9. EUA

Neste país, como se sabe, a expressão utilizada para títulos negociáveis no mercado é a de *securities*, havendo duas categorias principais¹⁵ daquelas emitidas pelas companhias e que são: as *stocks* (divididas em *common stock* e *stock wich grants a preferer*) e as *debt securities*, em geral, as de *entures* ou *bonds*.

10. Na Inglaterra isso também ocorre, sendo as principais *securities* as *shares* e as *debentures*.¹⁶

11. Na Alemanha, esclarece Norbert Horn¹⁷ que ali se conhecem as categorias habituais de valores mobiliários negociáveis que são as *ações*, as *partes*

15. Cf. Paul L. Nasch, James M. Denny e Andrew J. Connelly, in *Le Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxelas, 1970, pp. 1 e ss.

16. "Fortunately the British have not devoted so much effort do diversifying the legal forms of securities as they have to diversifying the forms of companies — there are in fact two, or four if stock is counted as a different form. They are shares and debentures wich may be converted into stock and debenture stock. Briefly, since they form the subject of chapters 2 and 3, they can be defined thus "A share is the interest of a shareholder in the company measured by a sum of money, for the purpose of liability in the first place, and of interest in the second, but also consisting of a series of mutual covenants entered into by all the shareholders inter so in accordance with (the Companies Act 1948, S.20). The contract contained in the articles of association is one of the original incidents of the share. The share is a legal interest measured in a terms of money, and regulated by the terms of the memorandum and articles of the company, and the Companies Act. Shares can be converted into stock, the legal nature of which will be discussed below. Debenture — when a company borrows money, the lenders are given a document known as a debenture, which is evidence that the company is indebted to them. This is usually coupled with a charge against the company's property. If the company creates one loan fund this will be known as debenture stock, and certificates distributed to each of the class of lenders. Not every type of company debt will be a debenture: in practice only in the case of a loan likely to exist for a considerable period of time will a debenture be issued. In legal theory, shares are an interest in the company, where as debentures are evidence of a claim against it. In fact and in commercial privity, it would be more realistic to view them both as investments in the company, the one participating in the company and takin a chance on its success of failure, the other participating only in a fixed rate of income." Margaret Brusaco, "Legal Status of Securities in English Law"; in *Le Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxelas, 1970, pp. 163-4.

17. "Les Valeurs Mobilières en Droit Allemand", in *Le Régime Juridique ... cit.*, pp. 255 e ss.

beneficiárias (ações de fruição), as obrigações e os títulos de fundos comuns de investimento (*investmentzertifikate*) e ainda os *Kuxe* das sociedades mineiras ligadas a uma antiga legislação. Entre estas categorias, encontram-se outros tipos especiais regulamentados por uma legislação específica como as obrigações de crédito fundiário (*Hypothekenpfandbrief*). Na terminologia jurídica alemã, a noção de “valor mobiliário”, no sentido de títulos negociáveis, corresponde à noção de *Effekten* (efeitos) ou *börsenfähige Wertpapiere* (títulos admitidos à cotação). A noção de *Wertpapiere* que é traduzida também por “valor mobiliário” é mais ampla, compreendendo os títulos mencionados e também as letras de câmbio, os cheques, as letras hipotecárias, os conhecimentos e outros mais. Todos estes títulos são definidos como *Wertpapiere*, ou seja, documentos que representam um direito privado subjetivo de maneira que o exercício do direito depende da posse do documento. A maior parte desses títulos são negociáveis; pode-se, pois, classificá-los de acordo com o conteúdo do direito que representam ou conforme a técnica jurídica da sua transferibilidade. Os principais valores mobiliários são: ações e partes beneficiárias (reguladas pela *Aktiengesetz*, de 6.9.1965); as obrigações, reguladas pelos §§ 793-807 do BGB e pela *Gesetz über die staatlich Genehmigung von Inhaber und Orderschuldverschreibungen*, lei regulando a autorização da emissão de obrigações de 26.6.1954; e os títulos comuns de investimentos (Leis de 16.4.1957 e de 9.8.1960).

12. Na Holanda,¹⁸ são assinaladas as três categorias clássicas dos valores mobiliários, ou seja, as ações, as partes beneficiárias e as obrigações, devendo-se ainda acrescentar os certificados de *Administratiekantoren* e os títulos emitidos pelos fundos de investimentos.

13. Na Bélgica o rol dos títulos considerados valores mobiliários é mais extenso, compreendendo: ações, direito de subscrição; partes beneficiárias; obrigações; certificados dos fundos de investimento; certificados de títulos nominativos estrangeiros.¹⁹

14. Já na Suíça, dada a ampla liberdade de emissão de títulos,²⁰ o rol dos valores mobiliários é também extenso, incluindo inclusive, as cadernetas de depósito e as de poupança, que não são considerados títulos. Assim, ali se encontram: ações (divididas em acionariato público — *Publi-kumsaktionar*) e (acionariato em-

18. Cf. Bernard Glansdorff, “Les Valeurs Mobilières en Droit Néerlandais”, in *Le Régime Juridique ... cit.*, pp. 359 e ss.

19. Cf. Jean-Jacques Stryckmans, “Les Valeurs Mobilières en Droit Belge”, in *Le Régime Juridique ... cit.*, pp. 415 e ss., que observa inclusive que a doutrina recente demonstrou que os valores mobiliários são títulos negociáveis, mas, que supõem a criação de uma instituição a qual estão ligados, ou seja, a sociedade anônima ou a em comandita por ações. Como todos os títulos negociáveis os valores mobiliários conferem um direito de caráter literal e independente das transmissões anteriores. Esta autonomia é consequência da cláusula à ordem, ao portador ou à forma nominativa que lhes são dados. Contudo, em razão da dependência dos valores mobiliários em relação à instituição emitente, a autonomia dos direitos que neles estão incorporados é muitas vezes limitada pelas relações jurídicas estranhas ao título. E também os valores mobiliários não têm um caráter literal como os outros títulos à ordem ou ao portador.

20. Robert Patry e Maurice Aubert, “Les Valeurs Mobilières en Droit Suisse”, in *Le Régime Juridique ... cit.*, pp. 513 e ss.

presarial — *Unternehmeraktionar*) os bônus de *juissance*; os bônus de participação; as partes dos fundos de investimento; as obrigações (simples e conversíveis em ações); as cédulas hipotecárias; as letras de renda; as letras de garantia e os certificados de depósito ou bônus de caixa bancários.

15. Títulos e valores mobiliários

Verifica-se, pois, que no direito comparado, embora se encontre a denominação valores mobiliários apenas na França, nos demais países se detecta a existência de títulos ou papéis, que refugindo ao estrito âmbito da circulação entre particulares, num sentido individual, atuam num âmbito maior (Bolsa e Balcão), emitidos em massa, com valores idênticos e em geral a longo prazo, sujeitando-se por isso, não só a um mecanismo especial de mobilização, mas, a uma fiscalização, às vezes, rigorosa, não só em relação à sua emissão como a sua própria circulação,²¹ vinculados ao emissor, normalmente, uma sociedade anônima.

Sem dúvida que é difícil discordar de Ferri, ou ao menos não simpatizar, com a sua construção do, por assim dizer, “miolo” comum dos títulos de crédito, em relação à sua circulabilidade, o que lhes dá a unidade caracterizadora, mas, pelo menos em relação ao direito brasileiro, surge uma nova questão que não prejudicando obviamente a primeira (ou seja, a da unidade dos títulos de crédito) enseja uma pesquisa da maior importância, ou seja, se todos os papéis relacionados pela lei como Valores Mobiliários podem ser considerados títulos de crédito.

Previamente, pode-se afirmar desde logo que são inescrutáveis os motivos que levaram o legislador a relacionar apenas os que relacionou, deixando de fora, por exemplo, os títulos estatais (federais, estaduais e municipais), que sempre foram como são, no direito comparado ao menos, títulos de Bolsa, entendida esta expressão como títulos perfeitamente adaptados às negociações bursáteis. Não foi por certo por levar em consideração as exigências da técnica operacional bolsística que ficaram de fora, pois, além de a elas se ajustarem (como títulos de massa, etc.), já a Resolução 39/66 do BC, admitia que se fizessem negociações (em caráter excepcional é verdade — e somente por meio de leilões — de outros papéis que tradicionalmente refogem às operações bolsísticas, como por exemplo, dos títulos patrimoniais de clubes esportivos, recreativos, etc., art. 62).

Também a Resolução 39 estabelecia que seriam negociáveis nas Bolsas de Valores, os títulos e valores mobiliários de emissão ou co-responsabilidade: I — De pessoas jurídicas de direito público; II — De pessoas jurídicas de direito privado, registrados no Branco Central (art. 57) e ainda, *direito à subscrição, e opções referentes a ações e debêntures*, desde que oriundos de títulos que fossem capitulados no art. 57 (art. 58).

Vê-se assim que textualmente a Resolução 39, neste art. 57 distinguia títulos de valores mobiliários.

21. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais & Insider Trading*, Ed. SP., 1978; Hélio O. Portacarrero de Castro e Nelson Laks Eizirik, *Regulação e Controle do Mercado de Capitais*, Ed. IBMEC, 1974; Nelson Laks Eizirik, *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, Ed. IBMEC, 1977.

16. Os valores mobiliários como títulos de crédito

Preliminarmente, convém observar que não tem havido na doutrina a preocupação de distinguir, tanto entre os efeitos de comércio²² como em relação aos valores mobiliários ou outros papéis que ficaram fora dessas duas classes (como os conhecimentos de transporte e de depósito, por exemplo), quais os que podem ser efetivamente considerados títulos de crédito, o que ocorre igualmente entre nós, omissão de que nós mesmos nos penitenciamos.²³

Nesse sentido, Gilda Larga Lassance de Oliveira²⁴ em estudo introdutório sobre o mercado de capitais, considera simplesmente, sem maior análise (dada naturalmente as limitações do tipo da obra) como títulos os valores mobiliários, afirmando:

“A Comissão de Valores Mobiliários tem por finalidade precípua a fiscalização e a regulação do mercado de títulos de renda variável, mas, segundo o art. 4.º, da Lei que a criou tem elas outras atribuições, tais como. . . Os títulos conceituados como valores mobiliários, sujeitos ao controle da CVM são ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósitos de valores mobiliários; e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas a critério do Conselho Monetário Nacional”.

Exceção sobre tal aspecto é a obra de Newton de Lucca (ob. cit., p. 38 e ss.), em que, pioneiramente ao que sabemos ao menos, o autor procurou estudar os valores mobiliários perante a teoria dos títulos de crédito, embora, esclareça-se, sem ter dado maior importância ao tema, ou como afirma: “Acresce dizer que a identificação de um documento como valor mobiliário não traduz interesse prático maior”, e que se não esgotou o assunto, como não era o caso, evidentemente, ao menos abriu perspectivas para a sua análise, desse ponto de vista. Dentro da óptica a que se propôs, tece considerações o autor sobre o tema, que se impõe sejam transcritas: “É necessário”, diz o autor, “registrar, por outro lado, que o advento da recente Lei 6.385, de 7.12.1976, criou necessariamente um sistema dicotômico de papéis, distinguindo com uma disciplina especial, os chamados “valores mobiliários”. Cumpriria indagar, ante a disposição do art. 2.º da referida lei, qual é a relação existente entre os ditos “valores mobiliários” e os títulos de crédito. Seriam os primeiros uma espécie do gênero dos segundos? Ou simplesmente haveria uma analogia relacional entre as duas categorias distintas uma da outra? De atentar-se que, no art. 2.º da Lei 6.385, foi dito que “as ações, as partes beneficiárias e debêntures, os certificados de depósito de valores mobiliários” e outros títulos estariam sujeitos à nova disciplina legal. Como classificar-se em consequência, com o novo texto legal, a ação da sociedade anônima? Seria ela um título de crédito ou um “valor mobiliário”? Ou, antes ainda, os valores mobiliários são ou não títulos de crédito? Parece-nos importante assinalar, desde

22. Como, por exemplo, Roblot que ora refere-se a título, ora a escrito (quanto ao cheque) tanto em referência aos efeitos de comércio como aos valores mobiliários.

23. O que se explica pela natureza da obra e suas limitações, mas, que será corrigida em próxima edição. Cf. *Títulos de Crédito*, Ed. Atlas, 1979.

24. “Estrutura do Sistema Financeiro Nacional”, in *Introdução ao Mercado de Capitais*, Ed. IBMEC, 1979, p. 64.

logo, que os valores mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo — se é que se possa falar assim — é o de que os valores mobiliários assumem, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. Exatamente por serem negócios realizados em massa, cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares desses papéis. Mas, como é óbvio, não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característico absoluto dos valores mobiliários. Não só no plano semântico, como no da própria Lei 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão. Sob o primeiro aspecto, fácil é de perceber-se que “valor mobiliário” significa um bem móvel, em oposição ao bem imóvel, não tendo que ver necessariamente com negociação em mercado. Sob o prisma legal, verifica-se que há expressões capazes de conduzir o intérprete no mesmo sentido. Veja-se, por exemplo, a redação do art. 1.º: “Serão disciplinados e fiscalizados de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I — a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado”. Inference-se assim, da sistemática da lei, que podem existir valores mobiliários que não sejam distribuídos no mercado, e, por isso não sujeitos ao regime da lei. Idêntico raciocínio poderia ser aplicado no art. 2.º que diz: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei”, do que se conclui, igualmente, que há outros valores mobiliários não sujeitos ao império da lei. Pela intenção do diploma legal, entretanto, percebe-se que a conotação dada aos valores mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador. Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de “valores mobiliários” não possui qualquer liame lógico com o de “títulos de crédito”. Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de valores mobiliários e, vice-versa, estes poderão, concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são dois sistemas distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um título de crédito é algo completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um valor mobiliário”.

De notar, que não obstante o acerto das ponderações do autor, há que se fazer dois reparos: primeiro, há um certo liame lógico entre as duas denominações, como foi mostrado por Ferri, como já vimos; segundo é que se os títulos de crédito poderão vir a ser considerados como valores mobiliários (o que duvidamos, no caso, por exemplo, dos certificados de transportes ou de depósito, etc.) a contrapartida não é verdadeira, pois não será qualquer valor mobiliário que poderá ser considerado título de crédito.

Recentemente, o Prof. Philomeno Joaquim da Costa (ob. cit., pp. 111 e ss.) examinando a questão das companhias abertas, acentua a tendência moderna para encaminhar as poupanças populares para o *mercado de capitais* que define como sendo “o conjunto de meios e instrumentos geradores das negociações recíprocas entre investidores e grandes empresas”. Ao examinar os valores mobiliários parece entendê-los como uma espécie de títulos de crédito, não obstante não atribua nenhum valor científico a essa designação.

Com efeito, acentua o mestre paulista, ao continuar a análise do mercado de capitais: “Esta convivência (aproximação) é em primeiro lugar possível, porque as vendas e compras, que a traduzem, são de “papéis fabricados” pelas sociedades (anônimas) interessadas; estes papéis são, com outros, os valores mobiliários.

Valor mobiliário é o título de crédito negociável, representativo de direito de sócio ou de mútuo a termo longo, chamado também de título de bolsa. É expressão francesa tipicamente pragmática; não possui característica científica; talvez se possa ressaltar nessa categoria a particularidade de que instrumentaliza a busca de uma renda pelo seu titular; é essencialmente negociável. A classe, para se ter uma sua visão geral opõe-se aos outros títulos de crédito categorizados como efeitos de comércio, outro galicismo jurídico, a traduzir os papéis criados pelo comércio para ensejar a realização das suas operações; são normalmente negociáveis, traduzindo um crédito a termo curto.

São valores mobiliários, referidos expressamente pela Lei 6.404, os seguintes: A) as ações representativas das frações em que é dividido o capital da anônima (art. 11); B) os certificados de depósito de ações (art. 43); C) as partes beneficiárias (art. 46); D) debêntures (art. 52); E) cédula pignoratícia de debêntures (art. 72) e F) bônus de subscrição (art. 107). Há outros, estranhos à superfície privativa das companhias. Veja-se a nota 1, citada letra F, ao art. 11 infra.

A convivência (aproximação) entre investidores e empresários é em segundo lugar possível, porque as vendas e compras dos valores mobiliários são realizadas substancialmente por leilão público em recinto fechado com pessoal especializado; esta organização é a bolsa de valores”.

Ressalva, contudo, que podem ser vendidos *títulos mobiliários* (a expressão é do autor) fora da Bolsa, ou seja, no mercado de Balcão que conceitua como “o conjunto de negócios, fora de Bolsa, realizados por intermédio de entidade financeira credenciada para atuar no mercado de capitais ou por seus agentes autônomos autorizados, quando os possa ter”.

Mas, não obstante ter considerado os valores mobiliários (nota 1, G, p. 197, ob. cit.) como espécie dos títulos de crédito, nega contudo a qualificação de título de crédito, às *ações nominativas* — por causa de sua circulação restringida — e às *ações escriturais* que são *registros*.²⁵

25. Após considerar a *ação*, em geral, como título de crédito, ressalva o autor: “Contudo, se a transferência depende de registro nos livros sociais, transferindo-se mesmo os seus direitos sem a exibição do papel (*ação*), este já não é mais o documento necessário para o exercício de um direito literal e autônomo, que neles se contém. Também, quando o estatuto social impõe limitações à circulação das ações nominativas (art. 36), estas, por mais esta razão, não são títulos de crédito. A ação nominativa e com mais forte razão aquela que tem estatutariamente a sua circulação restringida, não são documentos de legitimação, a categoria menos evoluída dos papéis encarados como títulos de crédito em potencial mais afastados; quando se cria uma categoria de papel com o objetivo de facilitar a fixação do credor de uma prestação de serviços como um exemplo, ele contém pelo menos uma literalidade da obrigação; isto não ocorre com a ação nominativa e com a que tem sobrecarga na sua circulação. São na verdade meros comprovantes, porque a verdade se revela sem elas; prova-se o direito, a que se referem, pelos registros sociais.

Ainda há as ações escriturais (art. 24), que existem sem a emissão dos seus certificados. Elas escapam à teórica geral dos títulos de crédito, porque lhes falta exatamente o pedaço de papel negociável; não são nem documentos. Como se vê da análise do art. 34, elas constituem registros, feitos de certa maneira, a fim de que o direito, a que se refere, fique impregnado de velocidade extrema de circulação bolsista ou do mercado de balcão do mercado de capitais.

Em síntese: as ações têm em geral a natureza jurídica de título de crédito; excetuam-se aquelas nominativas e sobretudo estas com a sua circulação restringida, que são comprovantes, mais as ações escriturais, que são registros”.

Na verdade, tudo está a indicar que a noção de valores mobiliários vem sendo encaminhada no sentido de se enquadrar o papel à técnica de negociação em massa (Bolsa e Balcão) indiferente à questão de que o papel constitua ou não título de crédito (embora, e esta é uma questão da maior importância, as regras de circulação dos títulos de crédito — incorporação, titularidade e legitimação — sejam praticamente inseparáveis dos papéis a serem considerados valores mobiliários), razão por que a doutrina francesa concluiu que a noção de valores mobiliários é pelo menos na França, mais ampla que a dos títulos de Bolsa, por exemplo.

Se tivermos assente que os títulos de Bolsa ao menos tradicionalmente, são basicamente as ações e obrigações (estas, preferentemente as debêntures) aos quais se pode acrescer, não sem algumas dúvidas — os cupões de ações e as partes beneficiárias — tem-se que, de fato, a relação da Lei 6.385/76²⁶ ultrapassa de muito os títulos bursáteis, indo alcançar outros papéis cuja natureza de títulos de crédito ou é negada ou ao menos controvertida, como por exemplo, as ações nominativas.²⁷

As ações, em geral, entendidas e classificadas tradicionalmente hoje, como títulos de participação,²⁸ após terem sua natureza de título de crédito posta em dúvida,²⁹ atualmente, entre nós, perante a configuração que lhes deu nossa lei sobre sociedades por ações (6.404/76) encontram ainda resistências em serem qualificadas como títulos de crédito, sobretudo as *sem valor nominal* (a que faltaria o valor expresso através da literalidade) e as *escriturais* (despojadas da cártula).³⁰

Na verdade, a configuração de valores mobiliários se deve à sua negociabilidade e enquanto títulos de massa. Talvez, a tal propósito, deva-se ressaltar, o que aliás, a doutrina estrangeira já assinalou, ou seja, o caráter infungível dos títulos individuais perante a fungibilidade atribuída aos títulos de massa.³¹

17. Conclusões

Sem querer adentrar num estudo aprofundado e individuado de todos os papéis que a Lei 6.385 relacionou sob a rubrica de valores mobiliários (o que é incompatível com a estreiteza dos limites deste simples estudo), pode-se aceitar,

26. Newton de Lucca mostra que a Lei 6.385/76 que é de 7.12.76, anterior portanto à Lei 6.404, que é de 15.12.76, relaciona entre os valores mobiliários o *bônus de subscrição* que só foi criado pela Lei 6.404/76 (ob. cit., nota 41, p. 38), portanto dias após.

27. Negam-lhe tal qualificação, por exemplo, Ferri e entre nós, Newton de Lucca, Philomeno Joaquim da Costa, e outros.

28. Cf. Carnelutti, Messineo, Gasperini, Asquini, Gualtieri, Brunetti e Ferri.

29. Como Modesto Carvalhosa que nega possa a ação escritural constituir-se um valor mobiliário (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 1.º, 1977).

30. Como assinala Ferri; também Garrigues.

31. Também Wilson de Souza Campos Batalha, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 1, 1977, pp. 297 e 406, e Fran Martins, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. I, 1977, pp. 249 e 462.

como títulos de crédito (ao menos como hipótese de trabalho), as ações, as partes beneficiárias e debêntures e os cupões desses títulos. Já os chamados novos títulos societários, como os bônus de subscrição, e os certificados de depósito de valores mobiliários, pode-se também aceitar com base em Mauro Brandão Lopes (*S/A Títulos e Contratos Novos*, Ed. RT, 1978) que são títulos de crédito (pp. 15 e 78).

E se não o fossem — ou não o sejam efetivamente — contudo, pode-se observar que a tais papéis manda a lei aplicar as regras básicas dos títulos de crédito, sobretudo, no que toca à circulabilidade, às regras do endosso. E chegou a considerar a Lei 6.404 no caso da custódia, as ações como fungíveis (art. 41).

Por outro lado, é bom lembrar que ao dispor a Lei 6.385 (art. 2.º), sobre a possibilidade de virem a ser considerados como Valores Mobiliários, a critério do CMN, outros títulos, não falou em papéis ou documentos, mas, referiu-se expressamente a *títulos*, comprovando de certa forma a assertiva da subordinação da noção de Valor Mobiliário à condição de título de crédito.

Tem-se à guisa de conclusão, que os valores mobiliários não se confundem com os chamados efeitos de comércio, nem com os títulos meramente cambiais, nem com todos os títulos de crédito (por exemplo, os conhecimentos de transporte, de depósito, de depósito bancário a prazo fixo, etc.). Mas, são títulos de massa, títulos negociáveis e títulos societários. Participam e devem se integrar à teoria dos títulos de crédito, não só para se manter a unidade conceitual e sistemática, mas, porque estão impregnados senão de todo ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito.

Entre nós, tem-se mais um elemento para a qualificação dos papéis relacionados como valores mobiliários, pela Lei 6.385, que é a sua estreita ligação com títulos emitidos pelas companhias. Com efeito, com exceção dos certificados de depósito de valores mobiliários — que também se referem a títulos emitidos pelas companhias, e emitidos por instituições credenciadas para auxiliar as companhias — todos os demais são de emissão exclusiva das companhias. O que se casa com o já citado disposto no n. III, do art. 2.º, da Lei 6.385, que limitou a adoção de novos Valores Mobiliários apenas a títulos emitidos por companhias.

Ora, nesta projeção do tema que está, sem dúvida a merecer um estudo em maior profundidade, tem-se evidente que, de um lado, para ser considerado valor mobiliário, o papel necessita de alguns requisitos próprios que lhe confirmam (mesmo independentemente de disposição legal) a possibilidade de mobilização em termos de negociabilidade de títulos de massa e sua vinculação a uma empresa emitente; e por outro lado, para que atuem eficazmente como valores mobiliários necessitam tais papéis de serem dotados de alguns requisitos básicos dos títulos de crédito, sobretudo, e principalmente, no tocante à circulabilidade (pode-se falar principalmente, em legitimação e titularidade e ainda em regras de circulabilidade).

Estas pois as conclusões que oferecemos como hipótese de trabalho futuro mais amplo e pormenorizado para tema tão atraente quanto atual e desconhecido em nosso meio.

Obras citadas

- Argan, Francesco e Renzo Morera, "Les Valeurs Mobilières en Droit Italien", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Ascarelli, Tullio, *Corso di Diritto Commerciale*, 3.^a ed., 1962; *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, 2.^a ed., SP, 1969; *Problema das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2.^a ed., 1969.
- Aubert, Maurice e Robert Patry, "Les Valeurs Mobilières en Droit Suisse", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Barreto Filho, Oscar, "As Operações a Termo sobre Mercadorias (*hedging*)", RDM, nova fase, n. 29.
- Batalha, Wilson de Souza Campos, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 1.^o, 1977.
- Brusaco, Margaret, "Legal Status of Securities in English Law", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Bulgarelli, Waldírio, *Títulos de Crédito*, Ed. Atlas, 1979.
- Carvalhosa, Modesto, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 1.^o, 1977.
- Castro, Hélio O. Portacarrero de, e Nelson Laks Eizirik, *Regulação e Controle do Mercado de Capitais*, Ed. IBMEC, 1974.
- Chiomenti, Filippo, *Il Titolo di Credito*, fattispecie e disciplina, Milão, 1977.
- Connelly, Andrew J., *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Costa, Philomeno Joaquim da, *Anotações às Companhias*, vol. I, Ed. RT, 1980.
- Denny, James M., *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Eizirik, Nelson Laks e Hélio O. Portacarrero de Castro, *Regulação e Controle do Mercado de Capitais*, Ed. IBMEC, 1974.
- Eizirik, Nelson Laks, *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, IBMEC, 1977.
- Ferri, G., *Il Titolo di Credito*, 2.^a ed., Turim, 1965.
- Glandsdorff, Bernard, "Les Valeurs Mobilières en Droit Néerlandais", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Horn, Norbert, "Les Valeurs Mobilières en Droit Allemand", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Leães, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mercado de Capitais & Insider Trading*, Ed. SP., 1978.
- Lucca, Newton de, *Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, Ed. Pioneira, 1979.
- Martins, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. I, 1977.
- Mercado Júnior, Antônio, RDM, nova fase, n. 9.
- Morera, Renzo e Francesco Argan, "Les Valeurs Mobilières en Droit Italien", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Nash, Paul L., in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Oliveira, Gilda Larga Lassance, "Estrutura do Sistema Financeiro Nacional", in *Introdução ao Mercado de Capitais*, IBMEC, 1979.
- Onado, Marco, *Le Operazioni di Mercato Aperto nel Sistema Bancario Statunitense*, Milão, 1975.
- Ortolan, M., *Explication Historique des Institutes de L'Empereur Justinien*, 7.^a ed., Paris, vol. 3.
- Patry, Robert e Maurice Aubert, "Les Valeurs Mobilières en Droit Suisse", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Roblot, *Les Effects de Commerce*, Paris, 1975.
- Spinola, Noemio, *Commodities — O Preço do Futuro*, IBMEC, 1974.
- Stryckmans, Jean-Jacques, "Les Valeurs Mobilières en Droit Belge", in *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.
- Vasseur, Michel, *Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxellas, 1970.