
DIREITO

dos Valores Mobiliários

ARY OSWALDO MATTOS FILHO
Professor Sênior da FGV DIREITO SP

VOLUME 1
Dos valores mobiliários
[Tomo 1]

2015

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

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

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

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

4.1 A CONSTRUÇÃO DOS CRITÉRIOS CARACTERIZADORES DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.3 A ANTIGA DIVISÃO DOS CAMPOS DE COMPETÊNCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

7. Vide artigo 21 da Lei n. 4.728/1965.

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

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

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

4.4 A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

8. Com a Lei n. 6.385/1976 foi criada a autarquia federal, administrativamente vinculada ao Ministério da Fazenda, denominada Comissão de Valores Mobiliários - CVM, cuja competência, responsabilidades e autoridade serão mais adiante discutidas.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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