

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico
e financeiro

129

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano XLII (Nova Série)
janeiro-março/2003

 **MALHEIROS
EDITORES**

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série — Ano XLII — n. 129 — janeiro-março de 2003

FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)

PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

SUPERVISOR GERAL: PROF. WALDIRIO BULGARELLI

COMITÊ DE REDAÇÃO: MAURO RODRIGUES PENTEADO,

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,

RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTIN, MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

publicação trimestral de

MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP 04531-940

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 3078-7205

Fax: (011) 3168-5495

Assinaturas e comercialização:

CATAVENTO DISTRIBUIDORA DE
LIVROS S.A.

Rua Conselheiro Ramalho, 928

CEP 01325-000

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 289-0811

Fax: (011) 251-3756

Diretor Responsável: Álvaro Malheiros

Diretora: Suzana Fleury Malheiros

Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Composição: *Scripta*

SUMÁRIO

DOCTRINA

ALGUMAS INCIDÊNCIAS CONSTITUCIONAIS DA INSTITUCIONALIZAÇÃO DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

— ANTÓNIO JOSÉ AVELÁS NUNES 7

ATUALIDADES

BRANQUEAMENTO DE CAPITAIS — MEDIDAS LEGISLATIVAS EM PORTUGAL E NA EUROPA

— A. SARAIVA MATIAS E CATARINA MARTINHO 30

VERDADEIRA PROJEÇÃO DA ARBITRAGEM — CONVENÇÃO DE NEW YORK DE 1958

— IRINEU STRENGER 40

ACORDO DE ACIONISTAS — ARQUIVAMENTO NA SEDE SOCIAL — VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADE CONTROLADA

— NELSON EIZIRIK 45

CONSIDERAÇÕES ACERCA DA REPRESENTAÇÃO COMERCIAL FRENTE AO NOVO CÓDIGO CIVIL

— JAIRO SADDI 54

REGISTRO DO COMÉRCIO E OS LIMITES DE SUAS EXIGÊNCIAS

— JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 69

A LEI 10.303, DE 2001, E A INCLUSÃO DOS DERIVATIVOS NO ROL DOS VALORES MOBILIÁRIOS

— DANIEL KREPEL GOLDBERG 73

PODE A SOCIEDADE LIMITADA TER CAPITAL AUTORIZADO?

— OTÁVIO VIEIRA BARBI 83

LIMITES DE ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

— RAUL DE ARAUJO FILHO E RODRIGO FERRAZ P. CUNHA 96

EXCLUSÃO DE SÓCIO EM SOCIEDADES LIMITADAS NO NOVO CÓDIGO CIVIL

— LEONARDO GUIMARÃES 108

O ISS NA CONSTRUÇÃO CIVIL

— JOSÉ ALCIDES MONTES FILHO 121

ESPAÇO DISCENTE**A ARBITRAGEM NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

— JOSÉ VIRGÍLIO LOPES ENEI 136

REFORMA REGULATÓRIA E SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

— MARCO AURÉLIO GUMIERI VALÉRIO 174

ARBITRAGEM NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

— LIVIA ROSSI 186

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE
CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS. Apontamentos sobre o
art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas**

— JOSÉ ALBERTO CLEMENTE JÚNIOR 206

JURISPRUDÊNCIA COMENTADA**INDENIZATÓRIA MOVIDA POR FILHOS ALEGANDO MORTE DA MÃE
POR CÂNCER DE PULMÃO DECORRENTE DE TABAGISMO**

— PAULO ROGÉRIO BRANDÃO COUTO 220

TEXTOS CLÁSSICOS**"LEX MERCATORIA"**— FRANCESCO GALGANO, item I da Introdução da obra *Lex Mercatoria*.

Tradução de ERASMO VALLADÃO A. e N. FRANÇA 224

PARECERES**LEGITIMAÇÃO DO SÓCIO DA SOCIEDADE CONTROLADORA
PARA PLEITEAR A ANULAÇÃO DE ASSEMBLÉIA DA CONTROLADA
SUBSIDIÁRIA INTEGRAL**

— ERASMO VALLADÃO A. e N. FRANÇA 229

**DEMANDA REPARATÓRIA AJUIZADA POR ACIONISTA EM VIRTUDE
DE ADIMPLENTO IMPERFEITO. FUNÇÃO E NATUREZA JURÍDICA
DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS. CARÁTER CONSTITUTIVO
DAS DECISÕES ASSEMBLEARES TOMADAS POR ÓRGÃOS DAS
SOCIEDADES ANÔNIMAS. A AÇÃO REGULADORA E PRINCÍPIOS
ESSENCIAIS VINCULADORES DE COMPANHIAS ABERTAS
COM VALORES MOBILIÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS.
IMPOSIÇÕES DA ORDEM CONSTITUCIONAL ECONÔMICA.
PRAZOS DE PRESCRIÇÃO NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

— LEANDRO BITTENCOURT ADIERS 234

COLABORAM NESTE NÚMERO

ANTÓNIO JOSÉ AVELÃS NUNES

Professor Catedrático da Faculdade de Direito de Coimbra. Membro Correspondente da Academia Brasileira de Direito Constitucional

A. SARAIVA MATIAS

Professor de Direito. Advogado

CATARINA MARTINHO

Advogada Estagiária

DANIEL KREPEL GOLDBERG

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA

Professor-Doutor em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

IRINEU STRENGER

Professor Titular de Direito Internacional Privado e de Direito do Comércio Internacional da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Professor da Academia de Direito Internacional de Haia (1991). Doutor *Honoris Causa* da Universidade Argentina John Fitzgerald Kennedy. Membro do *Institut du Droit et des Pratiques des Affaires Internationales*, da Câmara de Comércio Internacional de Paris. Árbitro no Brasil junto ao Mercosul e Árbitro da Câmara de Comércio Brasil-Canadá

JAIRO SADDI

Doutor em Direito Econômico pela Universidade de São Paulo — USP. Professor e Coordenador dos Cursos de Direito do Ibmec/SP. Diretor do Centro de Estudos de Direito do Ibmec — IbmecLAW.

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Professor de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ. Advogado

JOSÉ ALBERTO CLEMENTE JÚNIOR

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP

JOSÉ ALCIDES MONTES FILHO

Advogado

JOSÉ VIRGÍLIO LOPES ENEI

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

LEANDRO BITTENCOURT ADIERS

Advogado

LEONARDO GUIMARÃES

Professor na Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG/FACE. Mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG. Advogado

LIVIA ROSSI

Pós-Graduanda da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP

MARCO AURÉLIO GUMIERI VALÉRIO
Mestrando em Direito na UNESP.
Advogado

NELSON EIZIRIK
Advogado no Rio de Janeiro e em São
Paulo

OTÁVIO VIEIRA BARBI
Mestrando em Direito Comercial pela
Faculdade de Direito da Universidade
Federal de Minas Gerais — UFMG.
Advogado

PAULO ROGÉRIO BRANDÃO COUTO
Advogado

RAUL DE ARAUJO FILHO
Advogado

RODRIGO FERRAZ P. CUNHA
Mestre em Direito pela Universidade de
Bologna, Itália. Doutorando pela
Universidade Federal de Minas Gerais —
UFMG. Advogado

Atualidades

A LEI 10.303, DE 2001, E A INCLUSÃO DOS DERIVATIVOS NO ROL DOS VALORES MOBILIÁRIOS*

DANIEL KREPEL GOLDBERG

1. O conceito de valores mobiliários. 2. Derivativos e autonomia privada. 3. Valores mobiliários, poupança e liquidez. 4. O conceito de valor mobiliário é instrumental e, portanto, deveria ser construído funcionalmente. 5. Derivativos com valores mobiliários como ativos subjacentes e potenciais conflitos de competência: o exemplo do LTCM. 6. Considerações finais.

Poucas das mudanças introduzidas pela Lei 10.303, de 2001, são tão relevantes, e ainda sim, raramente comentadas até o momento, quanto a alteração do conceito de valores mobiliários no contexto da ampliação da competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários.

Com efeito, a Lei 10.303, a pretexto de definir e delimitar o âmbito da competência regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, isto é, o *mercado de valores mobiliários*, inclui no conceito de valores mobiliários os *contratos derivativos*.

Este pequeno ensaio tem o intuito de analisar a adequação desta equiparação ao conceito de valor mobiliário, fruto da evolução doutrinária no sistema brasileiro, examinando quais problemas a dupla mudança (do conceito de valor mobiliário e do con-

ceito do âmbito de competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários) pode trazer. O exame de adequação das recentes alterações passa por uma análise funcional dos valores mobiliários entendidos como contratos de investimento ofertados ao público, bem como dos denominados instrumentos derivativos.

1. O conceito de valores mobiliários

O conceito de *valor mobiliário* evoluiu muito desde a publicação do ensaio de Luiz Gastão Paes de Barros Leães,¹ considerado o divisor de águas na matéria. O que o Professor Leães fez naquela ocasião foi, fundamentalmente, traçar os contornos do que se construiu, no direito norte-americano, em torno do conceito de valor mobiliário. Diante da constatação de que a Lei 4.728, de 14 de julho de 1975, se inspirara na legislação daquele país, nada mais natu-

* Trabalho apresentado no 1º semestre de 2002 no Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, disciplina "Reforma da Lei das Sociedades Anônimas e do Mercado de Capitais" (DCO-5867-2), ministrada pelos Professores Associados Rachel Sztajn e Mauro Rodrigues Pentecado.

1. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "O conceito de *security* no Direito norte-americano e o conceito análogo no Direito brasileiro" (doravante denominado "O conceito"), in *RDM* 14/40, 1974.

ral do que usar, como ponto de partida conceitual, o que os Estados Unidos da América haviam produzido por décadas no campo da teoria dos valores mobiliários.²

O debate a respeito da possibilidade de conceituar os valores mobiliários no campo dos títulos de crédito, que consumiu certo tempo e esforço da doutrina brasileira, exemplifica os rumos tomados na tentativa de definição de uma categoria (a dos *valores mobiliários*) que era, fundamentalmente, alienígena.³ Obviamente, o exemplo central nas discussões de então era o das ações emitidas pelas sociedades anônimas. A tentativa de adequar o conceito de *valores mobiliários* à categoria dos títulos de crédito, conquanto eventualmente plausível com relação a ações, partes beneficiárias ou até mesmo debêntures,⁴ se mostrava evidentemente insuficiente para compreender outras tantas figuras mencionadas pela Lei 6.385/1976 como valores mobiliários.

Desde o princípio, o grande estímulo para os esforços da nossa dogmática em tratar com os valores mobiliários veio de norma expressa. Conquanto a doutrina fizesse menção vez por outra ao termo *valores mobiliários*, foi a Lei 4.728/1965 que obrigou aos juristas que buscassem precisar o termo mencionado expressamente no seu art. 2º, II, em que o legislador delimitava o campo da competência regulamentar do Conselho Monetário Nacional.⁵ Se no iní-

2. O Professor Leães ressalva, nada obstante, a possibilidade de que se fizesse uma "leitura generosa" da amplitude do que deveria ser definido como valor mobiliário, admitindo a possibilidade de inclusão de algumas formas de *leasing* e *renting*, planos de promoção de venda de tecidos, carnês de poupança e sorteio e outras formas de captação de poupança popular que até então escapavam à fiscalização do Banco Central do Brasil. Cf. "O conceito", ob. cit., p. 60.

3. Cf., por exemplo, a tentativa de Waldirio Bulgarelli de entender os valores mobiliários e títulos de crédito, "Os valores mobiliários como títulos de crédito", in *RDM* 37/94, 1980.

4. É a hipótese de trabalho apresentada por Bulgarelli, ob. cit., nota 3, p. III.

5. "Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais

relativas aos mercados financeiros e de capitais com a finalidade de:

Com o advento da Lei 6.385/1976,⁶ tornou-se ainda mais relevante a definição do que seriam os *valores mobiliários*, uma vez que a regulação e fiscalização do sistema financeiro passou a ser fragmentada entre Banco Central (mercados de crédito, monetário e de câmbio) e Comissão de Valores Mobiliários (mercado de capitais).⁷ Naquele momento, valores mobiliários acabaram, por razões de ordem prática (âmbito de competência regulatória), identificados, simplesmente, como aqueles títulos emitidos por sociedades anônimas para negociação pública.⁸

Tinha-se então um aparente paradoxo: se de um lado o modelo de regulação do mercado de capitais buscou nos Estados Unidos da América inspiração,⁹ de outro, o

relativas aos mercados financeiros e de capitais com a finalidade de:

"(...)

"II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários."

6. A Lei 6.385/1976, art. 2º, dispõe:

"Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei:

"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."

7. Para uma abordagem simples da divisão conceitual dos mercados de capitais, crédito, câmbio e monetário, cf. Alexandre Assaf Neto, *Mercado Financeiro*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2000.

8. Cf. Arnoldo Wald, "O mercado futuro de índices e os valores mobiliários", in *RDM* 57/13, 1985. A exceção à regra fica por conta dos certificados de depósito de valores mobiliários, que não são necessariamente emitidos por sociedades anônimas.

9. Inspiração esta que não se traduz em um sistema de regulação que se funda nos mesmos princípios, ao contrário do que sustenta Wald, ob. cit., p. 13, com apoio em Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais e "Insider Trading"*, São Paulo, Ed. RT, 1982, pp. 172 e ss. e Nelson Eizirik, *O*

conceito de valor mobiliário adotado pelo legislador filiou-se à tradição do direito codificado, ganhando contornos precisos e distanciando-se da fórmula dos *investment contracts* do direito de matriz anglo-saxônica. Com efeito, no direito americano, a definição de *security* desenvolveu-se a partir de exercício de criação do direito pelos tribunais (que, como se sabe, para além de intérpretes autênticos constituem órgãos de criação de direito através dos precedentes, no *stare decisis system*), alcançando não somente os títulos emitidos pelas sociedades anônimas como também todo e qualquer contrato de investimento, como descreveu, em obra de referência obrigatória, Louis Loss.¹⁰ Com base nessa evolução, o contrato de investimento ganhou contornos próximos da definição atual, isto é, figura na qual o investidor inverte dinheiro em razão de captação pública mas sobre ele não tem qualquer ingerência.

A doutrina brasileira recebeu esse conceito do direito americano, e começaram a ser repetidas definições de valores mobiliários que descreviam a figura, essencialmente, como "todo investimento em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação pecuniária, realizado pelo investidor em função de captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento sobre o qual o investidor não tem qualquer ingerência direta, mas do qual espera, obviamente, obter benefício futuro".¹¹ Desde a absorção desse conceito, as considerações em relação ao escopo por demais restrita da definição legislativa brasileira, começaram a reverberar, com os clamores de que parcela dos investidores no merca-

do de capitais estaria desprotegido em função da lacuna legal.¹²

Com a Reforma da Lei das S/A, contudo, tal situação inverteu-se por completo: de restrito demais o conceito de valor mobiliário passou a ser amplo, passando a incluir todo e qualquer contrato de investimento coletivo, se ofertados ao público, e também os chamados *derivativos*. A nova redação do art. 2º da Lei 6.385 é, com efeito, bastante abrangente:

"Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

"I – As ações, debêntures e bônus de subscrição;

"II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados e desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

"III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

"IV – as cédulas de debêntures;

"V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

"VI – as notas comerciais;

"VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

"VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes e

"IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

Com a ampliação do conceito de valores mobiliários, tornou-se obviamente necessária outra alteração no sistema da Lei 6.385: o conceito de mercado de valores mobiliários (definido como o âmbito de

Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, pp. 119-122 e 130 e ss.

10. *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston e Toronto, Little, Brown and Company, 1988.

11. Cf., por exemplo, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, "Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no Direito brasileiro – Uma questão da complementação da proteção de consumidores e de investidores", in *RDM* 105/76, 1977.

12. Cf. Verçosa, ob. cit., p. 82.

competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários) também teve sua definição modificada, para incluir o mercado de derivativos e o funcionamento das bolsas de mercadorias e futuros.¹³ Se antes apenas as operações com derivativos cujos ativos subjacentes fossem valores mobiliários estavam submetidas ao escrutínio da Comissão de Valores Mobiliários, agora toda e qualquer operação envolvendo os ditos derivativos estão sujeitas à competência regulatória da CVM. Se esta ampliação traz mais problemas do que resolve é o que pretendemos examinar.

2. Derivativos e autonomia privada

A definição dos *derivativos* como ativos (ou instrumentos financeiros) cujo valor varia em função do valor de outros ativos que lhe subjazem (*underlying assets*)¹⁴ reflete acuradamente sua substância econômica mas deixa a desejar no que se refere à seu conteúdo jurídico. Essencialmente, sob o aspecto jurídico, os derivativos são os contratos ou declarações de vontades unilaterais cujo valor depende de outros bens ou variáveis resultantes de negócios subjacentes.¹⁵

13. Cf. a nova redação do art. 1º da Lei 6.385: "Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (...)"

14. Para uma boa introdução ao mundo dos derivativos, cf. John C. Hull, *Introduction to Futures and Option Markets*, 3ª ed., 1997. Cf., também, Charles W. Smithson, "A LEGO approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps and options", *Midland Corporate Finance Journal*, n. 4, 16 (inverno 1987).

15. Cf. Rachel Sztajn, *Futuros e "Swaps" – Uma Visão Jurídica*, São Paulo, Cultural Paulista, 1999, p. 149.

Em geral, a análise da função dos derivativos gira em torno das três categorias de participantes do mercado, a dos *hedgers* (ou aqueles que buscam proteção), a dos especuladores (aqueles que tomam risco com intuito de lucro) e a dos *arbitrageurs* (aqueles que assumem posições que não envolvem risco, explorando as simetrias ou falhas de mercado).

Na realidade, contudo, o melhor entendimento da função dos derivativos depende da compreensão de um fenômeno, batizado na literatura jurídica e econômica anglo-saxã de inovação financeira ou inovação contratual.

Na década de 1970, teve início nos Estados Unidos a única "revolução" de que se tem notícia iniciada no seio da academia. Inspirada no trabalho do economista de Chicago Milton Friedman, em 1972, foi fundada a *Chicago Mercantile Exchange*, responsável pela organização do comércio de certos derivativos. A razão pela qual a negociação de derivativos não se acelerou de pronto foi identificada e superada apenas um ano depois, com o grande salto tecnológico da moderna economia financeira, a teoria de precificação de opções elaborada por Robert Merton, Professor da Harvard Business School e pelos acadêmicos de Chicago Myron Scholes e Fisher Black. Com a "invenção" de Merton, Black e Scholes, as opções, declarações unilaterais que conferem poderes formativos geradores (ou potestativos) aos seus detentores¹⁶ passaram a ser negociadas em grande quantidade e modificaram, para sempre, a escala do mercado de instrumentos financeiros derivativos.

O Professor Merton, posteriormente, formulou um modelo explicativo da revolução financeira, que teve início na década de 70, analisando cada uma das inovações sob uma perspectiva funcional. De acordo com essa visão, a "inspiral de inovação" veri-

16. Cf. Rachel Sztajn, "Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas", in *RDM* 105/69, 1997.

ficada no âmbito dos instrumentos financeiros pode ser entendida como uma corrida em que intermediários financeiros e os *mercados organizados (bolsa ou balcão)* agiram ao mesmo tempo como competidores e aliados na alocação de recursos e risco.¹⁷ De acordo com o Professor da Harvard Law School Alvin Warren, o desenvolvimento da negociação de derivativos como os *swaps*, as opções, os contratos a termo e futuros pode ser melhor entendido como fruto de três grandes tendências verificadas na área dos contratos financeiros, a saber: (i) desagregação de contratos tradicionais em seus componentes constituintes, (ii) recombinação das partes em novos contratos híbridos e (iii) novas formas de transferir e alocar riscos entre partes.¹⁸

Esta última tendência, a da criação de novas formas de transferir a alocar recursos entre as partes, é que explica a função primacial dos instrumentos derivativos. Aqueles que buscam tomar riscos adicionais (exemplo dos especuladores) ou proteger-

se dos que são inerentes às suas atividades (caso dos *hedgers*) encontram nos derivativos a mais eficiente forma de fazê-lo.¹⁹ À autonomia privada incumbe desenvolver contratos atípicos (como é o caso da permuta de fluxos de caixa, ou *swap*) ou novas estruturas negociais para cumprir essa função econômica.

Se a função primacial dos derivativos é a de transformar, transferir e realocar risco, em que medida ela converge com a função dos valores mobiliários (entendidos como contratos de investimento)?

3. Valores mobiliários, poupança e liquidez

Os valores mobiliários são, como se viu, contratos de investimento desenhados para oferta pública e negociação em escala, para investimento sobre o qual os aportadores de capital não têm qualquer ingerência.

Os valores mobiliários constituem, portanto, instrumentos de mobilização de poupança popular em investimentos de risco. Ora, se os valores mobiliários são essencialmente instrumentos de captação de poupança popular²⁰ e, portanto, atingem suas finalidades quando emitidos no *mercado primário*, qual a importância de sua regulação no *mercado secundário*?

Por outras palavras, os valores mobiliários, quando negociados nos *mercados secundários* de bolsas ou balcão organizado não se traduzem em sequer um centavo de investimento para as empresas a procura de capital de risco. Por que, então, tanta atenção a estes mercados?

A explicação para este fato e para a própria existência dos mercados secundá-

17. Cf. Robert Merton e Zvi Bodie, "A conceptual framework for analyzing the financial environment" ("Conceptual Framework"), Harvard Business School working paper (maio 2001) Um bom sumário dos feitos derivados desta corrida/inspiral de inovação é oferecido por Merton e Bodie, p. 20:

"(...)

"a. The development of liquid markets for money instruments such as the commercial paper allowed mutual funds to compete with banks for households savings;

"b. The design of junk-bonds and medium-term note markets permitted mutual funds, pension funds and individual investors to service corporate issuers previously dependent of banks for their debt-financing;

"c. Creation of a mortgage market allowed mutual funds and pension funds to become great funding alternatives to thrift institutions for residential mortgages;

"d. Securitization of auto loans, credit card receivables and leases on consumer and producer durables has pushed forth the competition among banks and finance companies."

18. Alvin C. Warren Jr., "Commentary: financial contract innovation and income tax policy", *Harvard Law Review* 107, 1993, p. 461.

19. Neste contexto, os *arbitrageurs* têm uma função extremamente relevante conquanto secundária: a de catalizar assimetrias no mercado, ajudando, ainda que involuntariamente, a solucioná-las.

20. Cf. Nelson Eizirik, *Reforma da S/A e do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 139.

rios encontra-se no famoso dilema da liquidez de Keynes. Sem um mercado secundário não haveria um mercado primário.²¹ Isto porque o homem comum não possui informação suficiente com relação à maioria das atividades de risco (i.e. empreendimentos) e, portanto, é averso a elas. Sem um instrumento que lhe permita transformar capital de risco em capital de *rendeiro*, o homem comum evitaria canalizar sua poupança aos investimentos de capital, razão pela qual a poupança logo se transformaria na *manutenção improdutiva de recursos (hoarding "versus" saving)*.

Assim, mesmo o mercado secundário de valores mobiliários deve ser entendido a partir da função de captação de poupança popular e de mobilização em investimento de risco.²² E esta função difere totalmente, como já vimos, daquela exercida pelos derivativos.

4. O conceito de valor mobiliário é instrumental e, portanto, deveria ser construído funcionalmente

A categoria "valor mobiliário" no Direito brasileiro sempre foi operativa. Isto é, da definição normativa de valor mobiliário é que depende a delimitação do âmbito de competência regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, desde a sua fundação.²³ A circunstância de que, como diz

Eizirik, a noção de valor mobiliário no Direito brasileiro sempre teve caráter instrumental não mitiga, antes reforça, o argumento de que o legislador deveria separar a regulação dos derivativos da regulação dos contratos de investimento.

Com efeito, se o fundamento da intervenção do Estado por meio de agências regulatórias é o de corrigir as "falhas de mercado",²⁴ ou ainda administrar o conflito entre equidade e eficiência nas hipóteses em que os resultados de distribuição seguindo uma ou outra diferem,²⁵ não é sábio que dois mercados que, na realidade, são completamente distintos (e obedecem à especificidades completamente distintas), sejam submetidos à um mesmo movimento de interferência regulatória.

Se nos Estados Unidos há, por vezes, embates entre a *Securities and Exchange Commission* (responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários), *Federal Reserve System* (banco central) e *Commodities and Futures Trade Commission* e conflitos de competência, está claro, de outra parte, que cada uma dessas agências pauta sua intervenção no mercado (em *senso lato*) por uma racionalidade e com objetivos profundamente distintos.

24. Para uma análise neoclássica das falhas de mercado, cf. Robert S. Pyndick e Daniel Rubinfeld, *Microeconomics*, New Jersey, Prentice Hall, 1997.

25. Na realidade, se de um lado há um certo consenso quanto ao que se quer dizer com eficiência alocativa (alocação de recursos que gera um agregado de utilidade maior em comparação com alocações alternativas), o mesmo não ocorre com conceitos como *justiça* ou *equidade*. Tome-se, por exemplo, três visões clássicas de *equidade*. Na visão propugnada originalmente por Rawls, alocação justa é a que maximiza a utilidade do indivíduo ou grupo de indivíduos com menor nível de bem-estar na sociedade (*least well-off*). Na visão igualitária, todos os membros da sociedade deveriam receber iguais montantes de recursos escassos; na visão utilitarista clássica deve-se maximizar o total de utilidade (como substituto de bem-estar ou *welfare*) na sociedade. Cf. John Rawls, *A Theory of Justice*, Nova Iorque, Oxford University Press, 1971. Cf. também Robert Nozick, *Anarchy, State and Utopia*, Nova Iorque, Basic Books, 1974.

21. A ideia foi originalmente exposta em John Maynard Keynes, *The General Theory on Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, 1991.

22. Questão bem distinta diz respeito à eficácia do mercado de capitais (em especial o brasileiro) no cumprimento dessa função. 95% das despesas de capital efetuadas pelas empresas nos países ricos vem, historicamente, dos lucros retidos, tornando os mercados secundários "cassinos" fundamentalmente caros demais para os benefícios que propiciam através dos mercados primários. Cf. Zhiyuan Cui, "An appendix on savings and investment", in Roberto Mangabeira Unger, *Democracy Realized*, Londres, Verso, 1998, p. 286.

23. Lidando com a noção de valor mobiliário como meramente instrumental, cf. Nelson Eizirik, ob. cit., nota 20, p. 138.

5. Derivativos com valores mobiliários como ativos subjacentes e potenciais conflitos de competência: o exemplo do LTCM

Se na década de 1970 os derivativos foram figuras centrais na “revolução financeira” originada nos bancos da academia americana, em meados da década de 1990 o círculo das altas finanças americanas já se havia acostumado com uma ou duas “grandes crises” por ano ocasionadas pelos ditos derivativos.²⁶ Os escândalos do *Orange County*, *Bankers Trust*, *Barings Bank*, *Metallgesellschaft*, *Sumitomo Corp.* e outros tantos incutiram em *Wall Street* um temor (reverencial, ao que tudo indica) dos novos instrumentos financeiros.²⁷

Em setembro de 1998, contudo, a primeira crise do sistema financeiro como um todo causada por derivativos atingiu seu ápice nos Estados Unidos. O *Long Term Capital Management Fund* — LTCM, um *hedge fund* administrado, entre outros, pelos próprios protagonistas da “revolução financeira” da década de 1970, Robert Merton e Myron Sholes, faliu. O fundo, que tinha 100 bilhões de dólares em ativos, acumulou uma dívida de mais de 1 trilhão de dólares.²⁸

26. Cf. extraordinário relato de Roger Lowenstein, *When Genius Failed*. Nova Iorque, Random House Trade Paperbacks, 2000, p. 105.

27. Muitas vezes os chamados *derivative shocks* não passaram de casos de péssimo gerenciamento. Talvez o caso mais óbvio tenha sido o do Barings, em que um dos *traders* do banco, o jovem Leeson, afirmou que seus lucros extraordinários (no escritório de Singapura) derivavam de pura arbitragem (negócios que não envolvem risco). Na verdade, a gerência do banco não percebeu que Leeson estava simplesmente vendendo *puts* (opções de venda) e *calls* (opções de compra) sobre ações japonesas, literalmente “apostando” que o mercado permaneceria inalterado. Com o terremoto de Kobe (e o imediato abalo no mercado de capitais japonês), o banco, que havia sido leniente com o *trader* por causa dos aparentes lucros, foi à bancarrota. Cf. Merton H. Miller, “The derivatives revolution after thirty years”, in *Journal of Portfolio Management*. Nova Iorque, mai. 1999, pp. 10-15.

28. Tecnicamente, tratava-se não de créditos atuais contra o fundo, mas de exposição (i.e. *exposure*), isto é, créditos potenciais.

Dessa forma, um fundo que investia dinheiro de pouco mais de 100 pessoas colocou em risco a estabilidade do sistema financeiro global e forçou o banco central americano a resgatar, pela primeira vez, uma das instituições de *Wall Street*. Como um fundo conseguiu interligar todo o sistema financeiro e acumular tamanha exposição, colocando em cheque a solvência dos principais bancos da Europa e Estados Unidos? A resposta claro, é razoavelmente complexa e deve-se a uma sucessão de fatores, erros e circunstâncias.

Um dos maiores passivos do LTCM originou-se da tremenda “alavancagem” (tomar dinheiro emprestado para adquirir um instrumento financeiro, aumentando o retorno — e o risco — potencial de cada posição financeira assumida) assumida em relação a ações da CBS e da MCI Communications.²⁹

Como esse fundo teria toda a liberdade de tomar tanto dinheiro emprestado para comprar ações? Nos Estados Unidos, assim como no Brasil, as corretoras (e portanto os investidores), há um limite para os empréstimos tomados na compra de ações, chamados de “margem”. Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve System* determina a margem, que tem sido, nos últimos 25 anos, 50% do investimento total. Assim, o adquirente de ações no mercado secundário (bolsa ou balcão) deve depositar recursos próprios equivalentes à metade do total do valor do investimento. Isto, supostamente, é o que garante a solvência do sistema.

Para contornar os requerimentos de margem (instituídos nos EUA pela *Regulation T*, ou simplesmente *Reg. T do Fed*), o LTCM construiu sua posição em ações sem comprar uma ação sequer. O que o fun-

29. Em 1996, a assembleia da MCI concordou em que a empresa fosse adquirida pela British Telecommunications e em 1995 a Westinghouse fez oferta de compra da CBS, ocasionando uma torrente de *equity arbitrages*, negócios em que os investidores especulam, essencialmente, no fracasso ou sucesso das aquisições. Cf. Lowenstein, ob. cit., pp. 101-102.

do fez foi celebrar contratos derivativos que "mimetizavam" a variação de preço das ações. O principal desses derivativos é o contrato conhecido como *swap*, contratos atípicos de permuta³⁰ (de fluxos de caixa). O primeiro *swap* moderno foi celebrado em 1981, para a IBM.³¹ A IBM tinha títulos denominados em francos suíços e marcos alemães e queria converter sua dívida para dólares. David Swensen, um Professor com um Ph.D. de Yale, recém-empregado pela *Salomon Brothers*, sugeriu que talvez alguma outra empresa ou instituição quisesse deter um dívida em dólares, em termos perfeitamente simétricos aos da dívida da IBM. A escolha óbvia era o Banco Mundial, uma das instituições financeiras de *Bretton Woods*, credora em diversas moedas.

Para induzir o Banco Mundial a tomar dinheiro mutuado (i.e., emitir dívida), a *Salomon* ofereceu uma taxa de juros ligeiramente inferior à praticada pelo mercado naquele momento. Assim, o Banco Mundial celebrou o contrato de mútuo (em dólares) e, ato contínuo, IBM e Banco Mundial trocaram de posição, passando a IBM a dever em dólares (pois tinha receitas em dólares) e o Banco Mundial em francos suíços e marcos alemães (uma vez que tinha receitas nessas moedas).³²

O negócio cresceu³³ e diversos tipos de *swap* surgiram, dentre os quais os *equity*

swaps, permutas de fluxos de caixa que acompanham a variação do valor de ações. Em um contrato de *swap* celebrado para mimetizar a aquisição de uma ação (*long equity swap*), o "adquirente" tipicamente recebe pagamentos equivalentes aos (i) dividendos declarados pela companhia que emite a ação e à (ii) apreciação do valor das ações verificada em cada período. Em troca, por força do mesmo contrato, o "adquirente" deve pagar à outra parte somas equivalentes a (i) o declínio de valor das mesmas ações e (ii) valor resultante de certa taxa de juros incidentes sobre o valor do investimento. Os contratos são liquidados por diferença.³⁴

Do ponto de vista econômico, portanto, uma das partes do *swap* tem a receber exatamente o que poderia, se tivesse ido ao mercado secundário e adquirido (em sentido jurídico) as ações. Outra parte experimenta exatamente o acréscimo patrimonial equivalente à venda das ações seguida da aplicação do produto da venda. Note-se, contudo, que sequer uma ação foi efetivamente comprada ou vendida.

Foi por meio de contratos de permuta como este que o LTCM pôde assumir diversas posições financeiras equivalentes a compra ou venda de ações no mercado secundário sem precisar negociar neste mercado, livre dos requerimentos de margem do banco central americano. O resultado, conhecido, foi o turbilhão em que se viu envolvido o sistema financeiro.

Se de um lado o exemplo do LTCM deixou claro como podemos, por vezes, subestimar os laços que interligam o sistema financeiro (mercados de capitais, monetário, câmbio e crédito), de outra parte o discurso de que os derivativos permitiram ao fundo que adquirisse ações sem passar

30. Cf. Rachel Sztajn, ob. cit., nota 15, p. 240.

31. A descrição dessa operação pode ser encontrada em qualquer manual de finanças. Alguns detalhes adicionais, contudo, estão presentes na descrição de Lowenstein, ob. cit., pp. 103-104, e por isso a descrição que se segue baseia-se na daquele autor.

32. Cumpre observar, nesse passo, que tal qual os demais derivativos, os contratos de *swap* podem ser efetuados com intuito de *hedge*, especulação ou arbitragem.

33. De acordo com Lowenstein, em 1997, *swaps* de taxas de juros (só um tipo de *swap*) montavam a mais de 22 trilhões de dólares. Conquanto impressionante e enfatizada pelo autor, devemos observar que é difícil medir efetivamente valores envolvidos em contratos de *swap*, uma vez que o valor principal é apenas um parâmetro abstrato (*notional amount*) estipulado para calcular os fluxos permutados.

34. Para uma análise do debate em relação à eficácia (e não existência ou validade) dos contratos de *swap*, inclusive em função desta liquidação por diferença, em face do art. 1.479 do (em breve antigo) Código Civil, cf. Sztajn, ob. cit., nota 15, pp. 225 e ss.

pelo escrutínio do *Fed* ou da *Securities Exchange Commission* pareceu contribuir para a confusão que agora a lei brasileira parece perpetuar.

Retomemos a função da liquidez (e o dilema keynesiano) no mercado de capitais e o mercado secundário de valores mobiliários. Sem um mercado de bolsa ou balcão organizado, não haveria subscrição pelo público de capital emitido pelas companhias abertas. A certeza de que uma ação adquirida hoje pode ser vendida amanhã é o que permite que mercado de capitais exista como fonte de mobilização da poupança em investimento. Já os contratos derivativos como os *equity swaps* não tornam o investimento pelo público nas companhias mais ou menos líquidos. Enquanto os valores mobiliários voltam-se à transferência de poupança (verdadeiros contratos de investimento), os derivativos cuidam da transferência de risco. Se as funções econômicas de uma e outra figura são diferentes, a equiparação das duas figuras tem o potencial de criar mais problemas do que resolvê-los.

6. Considerações finais

O exemplo do LTCM mostra que a regulação e disciplina do mercado de valores mobiliários é cada vez mais importante e pode ter conseqüências inesperadas, caso uma ação que oscile de preço seja ativo subjacente de contratos derivativos, a exemplo dos de permuta de fluxos de caixa (*equity swaps*) descritos acima.

Por outro lado, nos parece claro que a função econômica do derivativo é completamente diversa da do valor mobiliário, entendido como contrato de investimento. A equiparação da Lei 10.303 de ambas figuras e a respectiva ampliação do mercado de valores mobiliários para que abarque todas as negociações com derivativos nos parece perigosa e potencialmente conflitiva, na medida em que a disciplina de um mercado que busca mobilizar poupança popular em investimento de risco requer uma

racionalidade muito distinta daquela atinente a um mercado em que se busca negociar risco e volatilidade.

A cumulação de competências pela Comissão de Valores Mobiliários deve ser transitória, valores mobiliários e derivativos devem ser normatizados de forma autônoma (com o fim da inclusão dos derivativos na lista dos instrumentos considerados valores mobiliários) e uma nova agência deve ser criada especificamente para o fim de fiscalizar a negociação com esses novos instrumentos.³⁵

O risco de que reguladores despreparados busquem “eliminar as incertezas criadas com os derivativos” é o risco de que o mercado de derivativos seja eliminado.³⁶

35. Discordamos, portanto, da opinião manifestada em excelente artigo de Julian Fonseca Pena Chediak, “A reforma do mercado de valores mobiliários”, in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense, p. 533, no sentido de que a opção de seguir o modelo norte-americano, criando uma agência especializada estaria (ou deveria estar?) descartada, por representar aumento da máquina administrativa. Ou teremos fiscais/reguladores do mercado de valores supervisionando derivativos que não entendem, ou a CVM terá de alterar sua estrutura (aumentando de toda sorte a máquina administrativa) para atender a mais essa atribuição.

36. Vale a pena citar os Professores Mark P. Gergen e Paula Schmitz, “The influence of tax law on securities innovation in the United States: 1981-1987”, 52 *Tax Law Review*, 1997, p. 85: “Well developed financial markets are an integral part of the economic life of every industrialized nation. Financial markets are the engine through which a society’s capital is allocated and through which its investment decisions are made. The trading firms that have flourished over time are the ones that have been able to keep credible commitments to investors — including the commitment to develop and maintain adequate systems of internal monitoring and control. The capital markets do not eliminate risk, but they do provide a mechanism through which risk can be allocated to those parties that are most capable of bearing it. Capital markets also can unbundle risk into its constituent parts and package risk into manageable forms.

“Derivatives securities and modern securities design are a fundamental part of a system of capital allocation. The problems presented by securities

design and derivatives trading are no different from the problems created by any other sort of innovation in the product markets or in the financial markets. The recent problems experienced by Orange County, Metallgesellschaft, Gibson Greetings, Procter & Gamble, and Barings, PLC are the inevitable manifestations of market discipline at work. In competitive functioning capital markets, one must

take large risks in order to reap large rewards. If the regulatory system eliminated all risk, the market would respond by concomitantly eliminating returns to investors. For every Barings and Procter & Gamble, there are literally dozens of new millionaires and successful firms that have successfully managed the risks posed by derivatives. That is the way markets work".