

Espaço Discente

O ATUAL CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO*

JEFFERSON SIQUEIRA DE BRITO ALVARES

I – APRESENTAÇÃO: 1. A instrumentalidade do conceito de valor mobiliário e o mercado financeiro; 2. As tutelas administrativa e judicial do mercado de capitais; 3. Importância da identificação precisa do conceito de valor mobiliário. II – VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO COMPARADO: 1. Os sistemas de conceituação e sua influência sobre o Direito Brasileiro; 2. Os sistemas de conceito restrito: 2.1 Panorama na Europa; 2.2 Direito francês: 2.2.1 As “valeurs mobilières”; 2.2.2 “Valeurs mobilières” e “effets de commerce”; 2.3 Direito italiano; 3. Direito norte-americano: 3.1 A legislação sobre “securities”; 3.2 Construção jurisprudencial: 3.2.1 “Investment contracts”; 3.2.2 “Securities” tradicionais emitidas sem função de investimento; 3.2.3 Instrumentos financeiros de investimento. 4. Conclusão sobre o direito comparado. III – EVOLUÇÃO DA DOGMÁTICA DOS VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO: 1. O sistema da Lei n. 4.728/1965: 1.1 Implicações da expressão “valor mobiliário”; 2. O sistema original da Lei n. 6.385/1976; 3. A ampliação do rol da Lei n. 6.385/1976; 4. A Medida Provisória n. 1.637/1998 e a Lei n. 10.303/2001. IV – O ATUAL CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO: 1. Conceito e definição jurídica; 2. Existem valores mobiliários que não se submetem ao regime da Lei n. 6.385/1976?; 3. Categorias tipológicas e valores mobiliários em espécie: 3.1 Títulos emitidos pelas sociedades anônimas e seus derivados; 3.2 Cotas de fundos e clubes de investimento: 3.2.1 Cotas de fundos imobiliários; 3.2.2 Cotas de clubes de investimento; 3.3 Contratos de investimento coletivo: 3.3.1 Certificados de investimento em obras audiovisuais; 3.4 Contratos derivativos: 3.4.1 Contratos a termo; 3.4.2 Contratos futuros; 3.4.3 Opções; 3.4.4 “Swaps”; 3.4.5 Derivativos no direito brasileiro; 4. A negociabilidade pública é elemento essencial aos valores mobiliários?; 5. A questão dos valores mobiliários como títulos de crédito; 6. Afinal, que é valor mobiliário?: 6.1 Função econômica; 6.2 Risco potencial; 6.3 Negociabilidade; 6.4 Forma.

I – APRESENTAÇÃO

1. A instrumentalidade do conceito de valor mobiliário e o mercado financeiro

O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro, à semelhança de outros ordenamentos jurídicos, tem a finalidade de

* Baseado na Tese de Láurea de mesmo título defendida em dezembro de 2005 na Faculdade de Direito da USP e aprovada com louvor pela banca composta pelos professores Marcos Paulo de Almeida

delimitar um âmbito material específico para o exercício da regulação estatal sobre a economia, sendo, por isso, *instrumental*.¹ Esse âmbito compreende o *mercado de capitais* e o *mercado de derivativos*, onde se verificam, respectivamente, a oferta pú-

Salles (orientador) e Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

1. Nelson Eizirik, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 139.

blica de investimentos e a transferência de riscos de variação de preços entre agentes econômicos.

O mercado de capitais, também conhecido como *mercado de valores mobiliários*, é o segmento do mercado financeiro em que as empresas realizam a captação de recursos junto ao público mediante a utilização de instrumentos denominados valores mobiliários. O mercado de derivativos, ou *mercado futuro*, por sua vez, tem por objetivo propiciar *hedge*, ou seja, proteção contra a variação de preços de mercadorias (*commodities*) ou de ativos financeiros, também por meio dos valores mobiliários.

Constata-se, assim, que esses mercados têm em comum o fato de suas atividades desenvolverem-se em torno do mesmo instituto: os valores mobiliários. Não só em tais mercados se negociam valores mobiliários, como somente neles é que essa negociação, quando pública, pode ocorrer. Disso decorre que o conceito de valor mobiliário estabelece os limites dos mercados de capitais e de derivativos, já que somente neles são negociados publicamente os instrumentos que se incluem nesse conceito. Assim, sempre que o Estado desejar intervir nesses mercados, fá-lo-á por meio dos valores mobiliários, ora disciplinando sua emissão, distribuição e demais aspectos de sua existência, ora alterando o conteúdo de seu conceito. Daí a sua *instrumentalidade*.

2. As tutelas administrativa e judicial do mercado de capitais

Por acarretarem riscos à poupança pública e à estabilidade da economia, os mercados de capitais e de derivativos estão submetidos a controle estatal nas esferas administrativa e judicial.

No âmbito administrativo, seus participantes estão sujeitos a uma disciplina legal específica e aos poderes regulamentar e de polícia de uma entidade administrativa criada especialmente para os supervisionar: a Comissão de Valores Mobiliários

(CVM).² No exercício de seu poder regulamentar, a CVM edita atos administrativos com o objetivo de normatizar as atividades desenvolvidas, determinando, entre outras medidas, o registro prévio das emissões públicas de valores mobiliários e o fornecimento de informações completas a seu respeito. Já no exercício do poder de polícia, fiscaliza o adequado cumprimento das leis e dos regulamentos por ela expedidos, podendo infligir sanções pelo seu descumprimento.

Na esfera judicial, os interesses transindividuais dos participantes do mercado são protegidos por meio da ação coletiva calcada nas Leis ns. 7.347, de 25 de julho de 1985 (Lei da Ação Civil Pública), 7.913, de 7 de dezembro de 1989, e 8.078, de 12 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor).³ Essas leis compõem o que se pode chamar de sistema brasileiro de proteção aos interesses transindividuais no mercado de capitais, conferindo legitimidade ao Ministério Público, às entidades administrativas e às associações representativas dos investidores para pleitear em juízo ressarcimento pelos danos a eles causados.

A abordagem da tutela estatal do mercado de capitais coloca em evidência a instrumentalidade do conceito de valor mobiliário. Isso porque, no que respeita à tutela administrativa, a ação interventiva da CVM faz-se mediante a disciplina dos valores mobiliários e das atividades a eles relacionadas – emissão, distribuição, escrituração, custódia etc. E, no que tange à tutela judicial, ela somente abrange os titulares de valores mobiliários e os investidores nesses mesmos instrumentos (Lei n. 7.913/1989, art. 1^º, *caput*). A ação estatal protetora gira em torno, pois, do conceito de valor mobiliário.

2. Idem, p. 140.

3. Hugo Nigro Mazzilli, *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*, 18^a ed., São Paulo, Saraiva, 2005, p. 564.

3. *Importância da identificação precisa do conceito de valor mobiliário*

A pesquisa do conceito preciso de valor mobiliário é importante, em primeiro lugar, pela sua presença em vários segmentos do direito pátrio, sem que os diversos estatutos legais que o contemplam forneçam uma explicitação satisfatória de seu conteúdo, isso quando fornecem alguma.

A presença do conceito de valor mobiliário em diversos ramos do direito é recente. Logo que surgiu no ordenamento jurídico brasileiro, foi objeto de estudo exclusivo do Direito Comercial, haja vista sua existência estar ligada à prática mercantil e a institutos tradicionalmente estudados por esse ramo do direito, como as sociedades e os títulos de crédito. Com o passar do tempo e o aumento da importância dos valores mobiliários para a economia como um todo, os reflexos causados em outras áreas da vida social pela sua utilização passaram a atrair a atenção do legislador. Dessa forma, o conceito de valor mobiliário difundiu-se paulatinamente para outros ramos do direito, à medida que passou a ser contemplado em diplomas legais de natureza não-comercial. Atualmente, interessa, por exemplo, ao Direito Tributário, na medida em que é utilizado para delimitar a competência tributária da União (Constituição Federal, art. 153, V);⁴ ao Direito Penal, por constituir elemento descritivo de vários tipos penais de injusto, como os contidos nos arts. 2º, 7º e 9º da Lei n. 7.492/1986;⁵ e ao

Direito Civil, no que se relaciona ao bem de família convencional (Código Civil, art. 1.712).⁶

No âmbito do Direito Comercial – que é o contemplado pelo presente trabalho – a formulação acurada do conceito de valor mobiliário é importante para delimitar precisamente o âmbito material de atuação da CVM, a fim de se atingir uma atuação mais eficiente do Poder Público na regulação da economia. Como efeito imediato, reduzir-se-á a possibilidade de conflitos de competência dessa autarquia com outras entidades ou órgãos responsáveis pela disciplina dos demais segmentos do mercado financeiro, como o Banco Central, por exemplo.

Além disso, haja vista que a proteção judicial coletiva se destina aos interesses dos titulares de valores mobiliários e aos investidores no mercado, a identificação dos instrumentos que se enquadram naquele conceito e dos limites do mercado de valores mobiliários contribuirá para a determinação do alcance do sistema brasileiro de proteção aos interesses transindividuais no mercado de capitais, de forma a estabelecer os pressupostos autorizadores da atuação do Ministério Público e dos demais legitimados para a propositura da ação civil pública em defesa dos investidores sujeitos a atos lesivos.⁷

II – VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO COMPARADO

1. *Os sistemas de conceituação e sua influência sobre o direito brasileiro*

O estudo da disciplina dos valores mobiliários no direito comparado revela a existência de dois grupos de sistemas dis-

4. “Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre: (...) V – operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários; (...)”

5. “Art. 2º. Imprimir, reproduzir ou, de qualquer modo, fabricar ou pôr em circulação, sem autorização escrita da sociedade emissora, certificado, cautela ou outro documento representativo de título ou valor mobiliário: (...); Art. 7º. Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...); Art. 9º. Fraudar a fiscalização ou o investidor, inserindo ou fazendo inserir, em documento comprobatório de investimento em títulos ou valores mobiliários, declaração falsa ou diversa da que dele deveria constar: (...)”

6. “Art. 1.712. O bem de família consistirá em prédio residencial urbano ou rural, com suas pertencas e acessórios, destinando-se em ambos os casos a domicílio familiar, e poderá abranger valores mobiliários, cuja renda será aplicada na conservação do imóvel e no sustento da família.”

7. Nelson Eizirik, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 150.

tintos: de um lado estão os sistemas em que se confere ao instituto um conceito restrito, baseado na *forma* dos instrumentos considerados; de outro lado estão os ordenamentos que atribuem uma aceção abrangente aos mesmos instrumentos, baseada na sua *função econômica*.⁸ O primeiro grupo possui seus expoentes no direito europeu e o segundo é característico do direito norte-americano.

A construção do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro recebeu a influência de ambos os sistemas. Em sua origem, predominava a influência européia. A própria expressão *valor mobiliário* originou-se do termo francês *valeur mobilière*,⁹ sendo que, até a edição da Medida Provisória n. 1.637/1998, o conceito expresso por aquele termo era análogo ao encontrado no direito francês. A referida medida provisória, porém, ao introduzir em nosso ordenamento o conceito de *contrato de investimento coletivo*, absorvendo-o do direito norte-americano, representou profunda alteração do conceito de valor mobiliário, tornando-o próximo do instituto norte-americano das *securities*. Posteriormente, com a Lei n. 10.303/2001, o conceito ampliou-se ainda mais, passando a compreender todos os contratos derivativos, o que lhe conferiu abrangência ainda maior do que a norte-americana.

A seguir, empreender-se-á um estudo detalhado dos dois sistemas de conceituação, principiando pela sua disciplina nos países europeus.

2. Os sistemas de conceito restrito

2.1 Panorama na Europa

Na Europa, os valores mobiliários são conceituados numa aceção estreita. Em-

bora a expressão *valor mobiliário* tenha sido utilizada, originalmente, apenas na França, o mesmo instituto, com características semelhantes, encontra-se presente em outros países, em muitos casos sob nomenclatura diversa.¹⁰

Na Inglaterra, por exemplo, a expressão *security* designa as ações e as debêntures. Na Alemanha, os *Wertpapiere* são as ações, debêntures, partes beneficiárias e os títulos comuns de investimento. Na Holanda, consideram-se valores mobiliários as ações, as obrigações de emissão das companhias, as partes beneficiárias e as cotas de fundos mútuos de investimento.¹¹

Entre os espanhóis, a expressão *valor mobiliario* convive com o termo *valor negociable*. O primeiro consta da Ley de Sociedades Anónimas¹² e designa os títulos emitidos pelas companhias, enquanto o segundo foi adotado pela Lei do Mercado de Valores¹³ e carrega um conteúdo não definido pelo legislador.¹⁴

Em Portugal, consideram-se valores mobiliários as ações, as obrigações, os títulos de participação e as unidades de participação em instituições de investimento coletivo, os direitos destacados desses instrumentos, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão, os *warrants* autônomos e demais documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que negociáveis em mercado.¹⁵

10. Wald, "O mercado futuro...", cit. na nota 8, p. 9.

11. Eizirik, *Reforma das S/A*, cit. na nota 1, pp. 145-46.

12. Real Decreto Legislativo n. 1.564/1989, de 22 de dezembro.

13. Lei n. 24/1988.

14. Francisco Satiro de Souza Jr., *Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores*, Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2002, pp. 67-68.

15. Art. 1º do Código dos Valores Mobiliários (Decreto-lei n. 486/1999, de 13 de novembro, com alteração do Decreto-lei n. 66/2004, de 24 de março). Antes da alteração de 2004, o art. 1º do Código admitia a inclusão de outros instrumentos no rol de valores mobiliários por ato da Comissão do Merca-

8. Waldirio Bulgarelli, "Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito", *RDM* 37/100, 1980; Arnoldo Wald, "O mercado futuro de índices e os valores mobiliários", *RDM* 57/7, 1985.

9. *Valeur* – valor, em francês – é substantivo feminino e, por isso, as referências a *valeur mobilière* serão sempre feitas nesse gênero.

O tratamento legislativo e doutrinário mais sistemático, porém, deu-se na França e exerceu grande influência sobre o direito brasileiro. Também o sistema italiano, estruturado em torno dos títulos de crédito, teve grande repercussão no Brasil. Por essas razões, passar-se-á ao estudo dos valores mobiliários na França e, a seguir, na Itália.

2.2 Direito francês

2.2.1 As *valeurs mobilières*

Na França, o conceito de valor mobiliário é altamente formal e bem delimitado, vinculando-se basicamente a títulos emitidos em massa representativos de direitos de sócio ou de crédito decorrente de empréstimos a longo prazo.¹⁶

Para a doutrina francesa tradicional, as *valeurs mobilières* são “títulos emitidos por uma pessoa jurídica pública ou privada, por um montante global e determinado, que atribuem direitos idênticos a seus titulares em uma mesma emissão, eventualmente reembolsáveis em data única ou por amortizações sucessivas, em prazo maior do que a duração normal dos créditos de curto prazo. Tais títulos são negociáveis segundo os modos simplificados do direito comercial e os emitidos em grande número por companhias importantes são negociados em bolsa”.¹⁷

Note-se que essa definição caracteriza os valores mobiliários a partir de elementos não funcionais, como a forma de nego-

ciação (“negociáveis segundo os modos simplificados do direito comercial”), a homogeneidade dos direitos conferidos (“que atribuem direitos idênticos aos seus titulares em uma mesma emissão”) e o prazo de reembolso (“em prazo maior do que a duração normal dos créditos de curto prazo”).

Conforme a conceituação acima, são valores mobiliários os títulos representativos de empréstimo emitidos pelo Estado ou por outras entidades públicas e as ações, obrigações e partes de fundador (estas, nos estreitos limites em que subsistem) emitidas pelas sociedades comerciais, bem como os direitos destacados desses títulos.¹⁸ Dessa forma, desconsiderando as partes de fundador, cuja emissão é possível excepcionalmente, pode-se afirmar que o conceito tradicional de valores mobiliários na França engloba basicamente títulos representativos de direitos de duas categorias: direitos de sócio (*ações*) e direitos de mutuante (*obrigações*).¹⁹

A dinâmica da prática comercial, entretanto, conduziu à diversificação legislativa dos valores mobiliários. Em um primeiro momento, o legislador criou títulos a meio caminho entre as ações e as obrigações; depois, títulos distintos dos valores mobiliários clássicos; e, por fim, consagrou a liberdade de sua criação (art. 339-1 da lei de 14 de dezembro de 1985).²⁰

18. Georges Ripert-René Roblot, *Traité de Droit Commercial*, II, 11ª ed., Paris, LGDJ, 1988, p. 6.

19. Thierry Bonneau, “La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés”, in *Rev. Trim. Dr. Com. Dr. Econ.*, v. 41, n. 4, 1988, p. 582.

20. Idem, pp. 538-39. Comentando sobre o fenômeno de diversificação dos valores mobiliários, Ripert e Roblot ensinam que “certos valores mobiliários combinam as vantagens respectivas da ação e da obrigação, permitindo ao titular transitar de uma categoria a outra: *obrigações conversíveis em ações, cambiáveis contra ações, com bônus de subscrição de ações*. Outros se destinam, mais especificamente, a drenar capitais privados às empresas nacionalizadas, sem conferir participação no exercício do poder: o *certificado de investimento* corresponde a um

do de Valores Mobiliários ou do Banco de Portugal, desde que representassem situações homogêneas que visassem direta ou indiretamente ao financiamento de entidades públicas ou privadas e fossem ofertados ao público, tal qual ocorria no Brasil antes da Lei n. 10.303/2001 (cf., *infra*, item III, 2).

16. Rita de Cássia Luz Teixeira Motta, *O Conceito de Valor Mobiliário no Direito Brasileiro*, Dissertação (Mestrado em Direito Econômico), Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2002, pp. 62-63.

17. Georges Ripert-René Roblot, *Traité de Droit Commercial*, I, 14ª ed., Paris, LGDJ, 1991, p. 1.055 (trad. livre).

Acabo desse processo de diversificação, a dicotomia entre ações e obrigações passou a não mais se justificar, já que começaram a ser criados valores mobiliários representativos de outros direitos, além daqueles vinculados à qualidade de sócio ou de mutuante. Foi nesse contexto que a lei 88-1201, de 23 de dezembro de 1988, forneceu pela primeira vez uma conceitualização, fundada, porém, na clássica distinção entre ações e obrigações, parecendo desconsiderar a diversificação dos instrumentos existentes: "São considerados valores mobiliários, para a aplicação da presente lei, os títulos emitidos por pessoas jurídicas públicas ou privadas, transmitíveis por inscrição em conta ou tradição, que atribuem direitos idênticos por categoria e dão acesso, direta ou indiretamente, a uma fração do capital social da pessoa jurídica emissora ou a um direito de crédito geral sobre seu patrimônio" (tradução livre).²¹

O Código Monetário e Financeiro, em seu art. L211-2, também trouxe uma definição de valor mobiliário, idêntica à da lei de 1988. Incluiu, no entanto, as cotas de fundos de investimento, como se tem:

"Constituem valores mobiliários os títulos emitidos por pessoas jurídicas, públicas ou privadas, transmitíveis por inscrição em conta ou tradição, que atribuem direitos idênticos por categoria e dão acesso, direta ou indiretamente, a uma fração da pessoa jurídica emissora ou a um direito de crédito geral sobre seu patrimônio" (tradução livre).

2.2.2. "Valuers mobilières" e "effets de commerce"

Importante aspecto do direito francês é a dicotomia entre *valeurs mobilières* e *effets de commerce*. Ambos pertencem à categoria dos *titulos negociáveis*, mas diferem em que, enquanto os primeiros se caracterizam, como visto, por serem emitidos em massa e fungíveis, podendo conferir ao seu titular direito de participação social ou de crédito a longo prazo, os últimos são títulos representativos de crédito a curto prazo e funcionam, ao mesmo tempo, como meio de pagamento.²³

Os efeitos de comércio foram criados para instrumentar a realização de operações comerciais,²⁴ constituindo, a um só momento, instrumento de crédito e meio de paga-

22 Yves Guyon, *Droit des Affaires*, 1, 12ª ed., Paris, Economica, 2003, p. 781 (trad. livre).
 23 Bulgarelli, "Os valores mobiliários...", cit. na nota 8, p. 100.
 24 Ripert-Roblot, *Traité*, cit. na nota 17, p. 115. A letra de câmbio, p. ex., era utilizada em operações de troca de moeda e o bilhete à ordem, em operações de empréstimo entre comerciantes. Além desses, são também efeitos de comércio o *warrant* e o cheque.

desmembramento da ação e representa os direitos pecuniários, separados do direito de voto; o *titulo participativo* aproxima-se mais da obrigação. Após diversas regulamentações fragmentárias, a lei de 14 de dezembro de 1985 propôs um quadro geral para todos os "valores compostos", que "dão direito à atribuição de títulos representativos de uma fração do capital social" (*Traité*, cit. na nota 17, p. 1.056 - trad. livre).
 21 Lei 2001-602, de 9/7/2001.

mento.²⁵ Podem ser definidos como “todo título recebido correntemente em pagamento nas transações comerciais em lugar da moeda, sem apresentar, entretanto, os atributos desta”.²⁶

Roblot identifica quatro caracteres comuns aos efeitos de comércio sem os quais dificilmente substituiriam a moeda e que servem para distingui-los de outros títulos assemelhados.²⁷ Segundo o autor, os *effets de commerce* (i) são títulos negociáveis, isso é, pagáveis à ordem ou ao portador, (ii) ostentam a indicação de seu valor, (iii) representam um crédito *pecuniário*, o que lhes permite circular de maneira célere e (iv) constatarem um crédito de curto prazo, de onde deriva sua aptidão para ser objeto de desconto bancário.

Segundo a doutrina, é neste último ponto que reside a principal diferença entre os efeitos de comércio e os valores mobiliários. A emissão destes representa um direito de crédito de longo prazo, enquanto os efeitos de comércio representam um crédito exigível em curto prazo. Disso adém a inaptidão dos valores mobiliários para substituir a moeda como meio de pagamento.²⁸

Além disso, os valores mobiliários são emitidos em massa, isso é, em séries divididas em frações iguais, de forma que os títulos de uma mesma série somente se distinguem pela sua numeração. Diversamente, os efeitos de comércio são emitidos individualmente, por ocasião de uma operação determinada, portando cada um o seu próprio valor.²⁹

25. Segundo Bulgarelli, “a doutrina francesa tem presente, na caracterização dos *efeitos de comércio*, a sua assimilação à moeda (valor determinado; prazos curtos e fácil circulabilidade) (...). 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” (“Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, p. 101).

26. René Roblot, *Les Effets de Commerce*, Paris, Sirey, 1975, p. 2 (trad. livre).

27. Idem, pp. 2-4.

28. Idem, p. 4.

29. Idem, p. 7.

Assim, as diferenças essenciais entre os *effets de commerce* e as *valeurs mobilières* podem ser sumarizadas da seguinte maneira, conforme a lição de Bonneau: “enquanto os valores mobiliários representam um direito de crédito coletivo a longo prazo, os efeitos de comércio não fazem parte de uma emissão global, sendo emitidos individualmente, e representam um crédito a curto ou médio prazo: são estranhos às operações de longo prazo”.³⁰

2.3 Direito italiano

Na Itália, a expressão *valori mobiliari* sempre foi tida como referência a um instituto jurídico estrangeiro, sem correspondência com uma categoria precisa no direito daquele país.³¹ Lá, os instrumentos que mais se aproximam do conceito francês de valor mobiliário são os *títulos de massa*, que se contrapõem aos *títulos individuais*, analogamente relacionados aos *effets de commerce* do direito francês.³² Incluem-se no âmbito dos títulos de massa as ações e as obrigações societárias, bem como os títulos da dívida pública.³³

Tanto os títulos de massa quanto os individuais pertencem à categoria dos *títulos de crédito*, da mesma forma como, na França, valores mobiliários e efeitos de comércio reúnem-se na categoria dos títulos negociáveis. Para Francesco Messineo, a diferença entre ambas as categorias reside na fungibilidade e massificação dos títulos de massa, em oposição à infungibilidade e singularidade dos títulos individuais.³⁴ A isso adiciona Ascarelli o fato de os títulos

30. “La diversification...”, cit. na nota 19, p. 592 (trad. livre).

31. Bulgarelli, “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, p. 102.

32. Giuseppe Ferri, *Titoli di Credito*, 2ª ed., Turim, UTET, 1965, p. 36; Tullio Ascarelli, *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, trad. Nicolau Nazo, São Paulo, Saraiva, 1943, p. 426.

33. Idem.

34. *I Titoli di Credito*, I, Pádua, Milani, 1933, pp. 58-59. Ascarelli acrescenta que, no caso dos tí-

de massa serem geralmente emitidos para pagamento a longo prazo e dotados de abstração. Aponta, além disso, que tais títulos são negociados em bolsas de valores, ao passo que os títulos individuais são, em geral, negociados nos bancos.³⁵

Já para Ferri, a distinção entre os títulos individuais e os títulos de massa encontra-se na diversidade de função econômica, determinada pela vontade do emitente: os primeiros são instrumentos de mobilização de crédito, enquanto os segundos constituem instrumentos de dissociação entre a propriedade e o controle da riqueza.³⁶ Ainda segundo o mesmo autor, não obstante se prestem a funções diversas, os instrumentos de ambas as categorias não diferem no

títulos emitidos em massa, em uma única operação são emitidos muitos títulos envolvendo, cada um deles, direitos idênticos, podendo haver diferença entre títulos de diversas emissões, mas não entre títulos de mesma emissão. Já no caso dos títulos individuais, a criação de cada título ocorre por ocasião de um negócio distinto e o direito mencionado em um pode divergir do contido em outro (*Teoria Geral*, cit. na nota 32, p. 425).

35. *Teoria Geral*, cit. na nota 32, p. 426.

36. *Titoli di Credito*, cit. na nota 32, p. 36. O fenômeno da dissociação entre a propriedade e o seu controle é talvez o efeito mais importante da utilização em massa dos títulos de crédito. Os primeiros a apontar sua existência, no âmbito das sociedades anônimas cujas ações se encontram difundidas entre o público, foram Adolph Berle e Gardiner Means, em *The Modern Corporation and Private Property* (Ascarelli, *Teoria Geral*, cit. na nota 32, p. 457, nt. 1). Foi Ascarelli, no entanto, quem identificou que o fundamento do fenômeno residia nos títulos de crédito. Para esse autor, com a difusão e multiplicação dos títulos de crédito, "a propriedade começa a ter por objeto não só bens materiais, normalmente gozados por um sujeito e por ele mesmo administrados", mas também "pedaços de papel, que, por seu turno, corporizam direitos a bens materiais, dos quais depende, naturalmente, em caráter definitivo, o seu valor econômico" (idem, p. 456). É dessa duplicação que surge a dissociação entre a propriedade e o controle da riqueza: "enquanto a propriedade da riqueza pertence aos titulares dos títulos de crédito, o seu controle acaba por pertencer, pelo menos imediatamente, aos detentores dos bens materiais" (idem). No Brasil, desenvolveu a mesma temática Fábio Konder Comparato (*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983, pp. 36-67).

que respeita à sua forma de circulação, o que justifica submeterem-se a uma disciplina jurídica comum.³⁷

Isso quer dizer que a razão para a disciplina jurídica comum a ambas as categorias de instrumentos é sua idêntica forma de circulação, baseada no princípio da abstração. No entanto, reconhece-se que, pelo caráter em série de sua emissão e grande dispersão, a segurança dos negócios com títulos de massa poderia requerer tutela jurídica mais específica,³⁸ desnecessária aos títulos individuais, já que, ainda de acordo com Ferri, "quanto mais o mercado de circulação do título se amplifica, mais forte se torna a exigência de tutela da boa-fé dos terceiros e de segurança da circulação e ainda mais intenso o vínculo entre documento e direito".³⁹

Apesar de parte da doutrina italiana conceber essa diferença funcional entre os títulos de massa e os individuais, de molde a justificar a adoção de regimes jurídicos diversos, como o faz Ferri, poucos são os autores que chegam a ponto de preconizar uma disciplina jurídica específica para cada um dos dois grupos. A maior parte identifica a distinção entre ambas as categorias apenas sob o aspecto formal, justificando, assim, sua disciplina unitária sob a teoria dos títulos de crédito.

Portanto, no direito italiano prevalece o rigor formal na identificação dos títulos de massa, que se diferenciam apenas pelo caráter difuso de sua emissão, estando submetidos às mesmas normas relativas aos títulos individuais, correspondentes aos títulos de crédito. Isso significa que, enquanto na França os valores mobiliários se separaram dos efeitos de comércio, fazendo jus a um regime próprio por conta de suas peculiaridades, na Itália os títulos de massa não lograram tal distanciamento, perma-

37. *Titoli di Credito*, cit. na nota 32, p. 40 (trad. livre).

38. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 64.

39. *Titoli di Credito*, cit. na nota 32, p. 37.

necendo em estágio de desenvolvimento anterior ao observado no direito francês.

3. Direito norte-americano

3.1 A legislação sobre "securities"

Nos Estados Unidos, o conceito de *security* engloba os instrumentos que são classificados como valores mobiliários nos países ligados à concepção restrita do instituto, sem, contudo, limitar-se a eles.⁴⁰ Em linhas gerais, toda modalidade de investimento realizado difusamente com captação da poupança popular constitui uma *security*.

Até 1933, a legislação norte-americana sobre *securities* consistia apenas de leis estaduais, conhecidas como *blue-sky laws*.⁴¹ Isso porque o Congresso sempre havia relutado em exercer sua competência legislativa na esfera do direito privado, dado que a competência para legislar sobre Direito Comercial pertencia, primariamente, aos Estados-membros, cabendo à União legislar apenas sobre comércio interestadual e internacional. Contudo, as deficiências das *blue-sky laws*, que se demonstraram incapazes de proteger adequadamente o público investidor, levaram a União a interferir no mercado de capitais, o que se deu por meio da edição de dois diplomas: o *Securities Act*, de 1933, e o *Securities and Exchange Act*, de 1934.⁴²

40. Ary Oswaldo Mattos Filho afirma que a maior ou menor abrangência do conceito de valor mobiliário é proporcional à dramaticidade do evento que tenha feito surgir a necessidade de proteção ao mercado de capitais. No caso dos Estados Unidos, o conceito de *security* foi desenvolvido após a crise de 1929, de proporções mundiais. Por essa razão, sua formulação conceitual é uma das mais abrangentes ("O conceito de valor mobiliário", *RDM* 59/39, 1985).

41. A expressão *blue-sky law* nasceu da observação jocosa de que muitos empreendedores vendiam terrenos no céu (*building lots in the blue-sky*), numa alusão aos esquemas ilusórios que prometiam ao público lucros impossíveis (Louis Loss, *Securities Regulation*, Boston, Little Brown, 1951, p. 8).

42. Louis Loss, *O Papel do Governo na Proteção dos Investidores*, trad. Ary Oswaldo Mattos

Atualmente, o mercado norte-americano de *securities* é disciplinado por sete leis federais, além de inúmeras leis estaduais, suplementares àquelas e válidas no que com elas não conflitam. As leis federais são as seguintes:⁴³ *Securities Act*, de 1933; *Securities and Exchange Act*, de 1934; *Public Utility Holding Company Act*, de 1935; *Trust Indenture Act*, de 1939; *Investment Company Act*, de 1940; *Investment Advisers Act*, de 1940; e *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002. Vários desses diplomas trazem definições substancialmente idênticas do termo *security*, como a contida no *Securities and Exchange Act*, § 3(a)(10), e no *Investment Company Act*, § 2(a)(36). Costuma-se adotar a definição veiculada pelo *Securities Act*, que, na atual redação de sua Section 2(1), apresenta o seguinte conteúdo: "The term 'security' means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".⁴⁴

Filho, *RDM* 58/74-75 e 77, 1985; Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "O conceito de *security* no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro", *RDM* 14/45, 1974.

43. De acordo com a *Securities and Exchange Commission - SEC* (disponível on line em <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>, 2.11.2006).

44. "O termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debenture, com-

3.2 Construção jurisprudencial

Pela redação do *Securities Act*, vê-se que o legislador norte-americano não forneceu uma conceituação legal de *security*, contentando-se em enumerar os tipos que perfazem o instituto. Entre esses tipos, coexistem instrumentos bem definidos, como as notas, as ações e as debêntures, ao lado de expressões vagas e indefinidas, como “contrato de investimento”, “todo instrumento comumente conhecido como *security*” e “certificado de direito ou participação em qualquer contrato de compartilhamento de lucros”. Coube à jurisprudência, no exercício de identificar se determinadas operações econômicas constituíam ou não *securities* para fins de submetê-las à legislação do mercado de capitais e à fiscalização da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, fornecer o conteúdo desses tipos indefinidos, estabelecendo, assim, o alcance do conceito de *security*.⁴⁵ Nesse trabalho, os tribunais buscaram identificar os elementos comuns aos vários exemplos enumerados no texto legal para, mediante um raciocínio indutivo, divisar as notas características do conceito estudado.

provante de dívida, certificado de interesse ou participação em qualquer contrato de compartilhamento de lucros, certificado de depósito em garantia, certificado ou subscrição pré-constituição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de *securities*, co-propriedade de direitos em petróleo, gás ou outros minerais; toda opção de venda, opção de compra, *box* de opções ou preferência relativos a qualquer *security*, certificado de depósito, grupo ou índice de *securities* (incluindo qualquer direito sobre estas ou baseado no seu valor); toda opção de venda, opção de compra, *box* de opções ou preferência celebrados em bolsa de valores referenciados em a moeda estrangeira; em geral, todo direito ou instrumento comumente conhecido como *security*; e ainda todo certificado de direito ou participação, permanente ou temporário, recibo, garantia e direito de subscrição ou aquisição referentes aos títulos e valores acima mencionados” (trad. livre).

45. De acordo com Motta (*O Conceito*, cit. na nota 16, p. 66, nt. 105), os dez principais casos examinados pela Suprema Corte nesta matéria foram os seguintes: *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corporation*,

As questões interpretativas mais importantes com que a jurisprudência norte-americana se deparou na construção do conceito de *security* giravam em torno de três tipos de negócios:⁴⁶ (a) *investment contracts*, isso é, instrumentos representativos de investimento em empreendimentos com finalidade lucrativa desprovidos da forma dos instrumentos tradicionalmente considerados *securities*, tais como as *stocks* (ações, cotas) e as *notes* (notas promissórias), (b) *securities* tradicionais emitidas sem a função de captação de investimento; e (c) tipos especiais de instrumentos de investimento emitidos por instituições financeiras, como as companhias seguradoras e cooperativas de crédito.

3.2.1 “Investment contracts”

A interpretação jurisprudencial que forneceu os elementos essenciais do conceito em apreço foi construída em torno do conceito de *investment contract* (contrato de investimento).⁴⁷ Fixados os caracteres essenciais desse tipo, foram eles extensivamente atribuídos às demais *securities*, inclusive aos instrumentos já bem estabelecidos, como as ações e as notas promissórias.

A primeira vez que a Suprema Corte foi chamada a decidir se uma operação econômica configurava ou não *security* foi em *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corporation*,

320 U.S. 344 (1943); *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946); *SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co. of America*, 359 U.S. 65 (1959); *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967); *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975); *International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen & Helpers of America v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979); *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982); *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985) e *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990).

46. David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*, 6ª ed., Saint Paul, West, 1998, pp. 21-22.

47. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 44.

em 1943.⁴⁸ Naquele caso, a empresa Joiner havia arrendado lotes de terra no Texas totalizando 3.002 acres com o objetivo de explorar petróleo. Para financiar o empreendimento, que incluía a prospecção e a perfuração do solo, a Joiner oferecera ao público a cessão onerosa de partes do contrato de arrendamento equivalentes a lotes não superiores a 20 acres. Como contraprestação ao investimento, prometera aos investidores a participação nos lucros que adviessem da exploração.

A Corte entendeu que as cessões contratuais realizadas pela Joiner configuravam oferta pública de *securities* do tipo contrato de investimento. Apesar de se tratar, do ponto de vista formal, da mera cessão de um contrato de arrendamento, do ponto de vista funcional cuidava-se da oferta pública de investimento em empreendimento conduzido sem a ingerência do investidor. Ao prolatar a sentença, o *Justice Jackson* apontou o que seria o elemento essencial a todas as *securities*: “A oferta pública de tais instrumentos de cessão apresentava todas as características inerentes à oferta pública de *securities*. Na legislação específica, o termo em pauta foi definido de molde a permitir a inclusão, por força de nome ou de descrição, de todo e qualquer instrumento cujo traço comum seja negócio de investimento”.⁴⁹

Em 1946, a Suprema Corte julgou o que viria a ser considerado o *leading case* na elaboração do conceito de contrato de investimento e, por extensão, de *security*. Trata-se do caso *SEC v. W. J. Howey Co.*,⁵⁰ no qual a empresa Howey ofertara publicamente contratos de compra e venda de lotes de terra conjugados a contratos de prestação de serviços de plantio e cultivo, bem como de comercialização das frutas ali produzidas, sendo que tais serviços seriam realizados por uma empresa subsidiária, a Ho-

wey-in-the-Hills Services, Inc. O negócio seria gerido sem a intervenção dos investidores, que, entretanto, fariam jus à participação nos lucros do empreendimento.

A Corte entendeu que tal negócio não configurava mera venda de terrenos conjugada a simples contratação de serviços, constituindo, na verdade, uma oferta pública de contrato de investimento e, portanto, de *security*. Em seu voto, o *Justice Murphy* forneceu uma conceituação de contrato de investimento, inovando em relação ao caso *Joiner*.⁵¹ Ei-la: “um contrato de investimento, para os fins do *Securities Act*, compreende todo contrato, transação ou esquema por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e é levada a esperar lucros advindos exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de um terceiro”.⁵²

Essa definição de contrato de investimento celebrizou-se e transbordou os limites do próprio objeto definido, transformando-se na própria definição de *security*.⁵³ Isso porque a Suprema Corte, ao definir *investment contract*, revelou o raciocínio a ser seguido na identificação de todas as demais *securities*, isso é, mostrou que a substância do negócio deve prevalecer sobre a sua forma, atribuindo-se ênfase à realidade econômica subjacente.

No caso *Howey*, a realidade econômica presente em todas as *securities* foi revelada a partir da análise dos contratos de investimento. Desde então, para se verificar se determinada transação constitui uma *security*, deve-se averiguar se ela se enquadra na definição formulada pela Suprema Corte. Esse é o chamado *Howey test*, composto pelos elementos retirados da definição de contrato de investimento, quais sejam (a) contrato, transação ou esquema que importe em (b) investimento em dinheiro

48. 320 U.S. 344 (1943).

49. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 46.

50. 328 U.S. 293 (1946).

51. Loss, *Securities Regulation*, cit. na nota 41, p. 314.

52. Idem, p. 316 (trad. livre).

53. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 47.

(c) num empreendimento comum (d) com expectativa de lucro (e) decorrente exclusivamente do esforço do empreendedor ou de terceiros. Examinemos cada um deles.

(a) “*Contrato, transação ou esquelma*”. Trata-se de expressões utilizadas em sentido amplo, querendo significar todo e qualquer negócio jurídico que, independentemente de sua forma, atenda às demais características da definição, isso é, que implique em investimento de dinheiro num empreendimento comum com finalidade lucrativa, sendo o empreendimento conduzido exclusivamente pelo lançador ou por terceira pessoa.⁵⁴

(b) “*Investimento em dinheiro*”. *Investimento*, para fins de se caracterizar uma *security*, quer dizer aporte de capital para a consecução do empreendimento. Não se requer que as entradas sejam feitas em espécie, podendo consistir na entrega de bens suscetíveis de avaliação econômica.

(c) “*Empreendimento comum*”. A respeito da expressão *empreendimento comum*, duas interpretações são possíveis, ambas contempladas pelos tribunais. Pela primeira, o empreendimento é comum quando todos os investidores compartilham de um único acervo de bens, formando, assim, uma *comunhão*⁵⁵ *horizontal*. De acordo com a outra interpretação, o empreendimento é caracterizado como comum mesmo quando o promotor do negócio contrata individualmente com cada investidor, situação em que inexistente um acervo de bens compartilhado pelos investidores (*comunhão vertical*). No caso *Marine Bank v. Weaver*,⁵⁶ a Suprema Corte firmou o entendimento de que um único contrato de participação nos lucros negociado individualmente pelas partes não constitui uma *security*.⁵⁷ Assim, para o mais alto tribunal

estadunidense, o requisito do *empreendimento comum* significa que os investidores devem compartilhar um único conjunto de ativos, sujeitando-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio (*comunhão horizontal*).⁵⁸

(d) “*Expectativa de lucro*”. A auferição futura de lucro deve ser a motivação para a realização do investimento. Se o fornecedor de capital esperar como contraprestação algo que não seja lucro, não se estará frente a uma *security*. No caso *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*,⁵⁹ por exemplo, foi decidido que a aquisição de cotas de uma cooperativa habitacional não constituía *security* do tipo contrato de investimento, já que a motivação dos participantes era a aquisição de moradia de baixo custo, e não a obtenção de lucro, muito embora as cotas tivessem sido vendidas ao público como forma de obter recursos para a construção dos imóveis.

(e) “*Esforço exclusivo do empreendedor ou de terceiros*”. A passividade é característica essencial do investidor em *securities*. Ele é simples prestador de capital, sem direito a participar das decisões do negócio. Esse fator é, aliás, o principal motivador da intervenção estatal sobre o mercado de capitais – intervenção que se dá principalmente pela exigência de prestação de informações completas previamente à captação dos recursos –, pois, se o investidor pudesse interferir no controle do empreendimento, estaria em posição de proteger o seu investimento.⁶⁰ Sendo o conceito de *security* um instrumento para a intervenção estatal na economia, compreende-se facilmente que a hipossuficiência técnica do investidor seja um de seus componentes, pois é em torno desse investidor que todo o arcabouço regulatório é erigido.

Por fim, cumpre fazer referência a um elemento implícito na sistemática dos con-

54. *Idem*, p. 48.

55. Pode-se definir *comunhão* como um complexo de interesses juridicamente interligados (Mattos Filho, “O conceito...”, cit. na nota 40, p. 42).

56. 455 U.S. 551 (1982).

57. Ratner, *Securities Regulation*, cit. na nota 46, p. 27.

58. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 48.

59. 421 U.S. 837 (1975).

60. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, pp. 54-55.

tratos de investimento, qual seja sua negociabilidade pública. De fato, considerando-se a finalidade do conceito de *security*, que é servir de instrumento para a tutela estatal ao público investidor, somente se enquadrará nessa categoria os instrumentos que representem risco à poupança popular, por serem negociados publicamente. Assim, haverá instrumentos que, apesar de preencherem os requisitos funcionais das *securities*, não serão considerados como tais, já que não causam riscos ao público.⁶¹

3.2.2 “Securities” tradicionais emitidas sem função de investimento

“A substância deve prevalecer sobre a forma, atribuindo-se ênfase à realidade econômica subjacente”. Esse é o princípio basilar do conceito de *security* erigido pelos tribunais americanos.⁶² Sua aplicação faz-se inclusive aos instrumentos tradicionalmente considerados como *securities*, como é o caso das ações e das notas promissórias, o que significa que os aspectos externos não são condição suficiente para inseri-los naquela classificação.

No caso *Forman*, por exemplo, viu-se que a Suprema Corte julgou que a participação em uma cooperativa habitacional não configurava *security* do tipo contrato de investimento, já que faltava aos destinatários do negócio o intuito lucrativo. Indo mais além, a Corte sustentou que, apesar de tal participação se dar por meio da aquisição de *stocks* (cotas) da cooperativa, expressamente elencadas no *Securities Act* de 1933, o fato de o instrumento ser denominado *stock* não era suficiente para autorizar sua classificação como *security*. Por isso, apesar de ser dotado da forma de uma *stock*, tal título não era *security*.

61. Idem, p. 56. Cf. a discussão sobre a negociabilidade pública no direito brasileiro (*infra*, item IV, 4).

62. Ratner, *Securities Regulation*, cit. na nota 46, p. 22.

Em *Reves v. Ernst & Young*,⁶³ a Suprema Corte estabeleceu critérios funcionais para identificar se determinada emissão de notas promissórias caracterizava *security*, sem ter de recorrer ao teste *Howey*, elaborado especificamente para os contratos de investimento. De acordo com a Corte, deve-se atentar, primeiramente, para a intenção do vendedor e do comprador das notas. Se o objetivo do primeiro for captar recursos para o desenvolvimento de um empreendimento e o do segundo for obter lucro por conta do esforço daquele, estará presente um traço característico das *securities*. Em segundo lugar, deve-se examinar o plano de distribuição dos títulos e, em terceiro, a expectativa do público. Em caso de se tratar de uma emissão divulgada junto ao público investidor, gerando neste a expectativa de ganhos mediante o investimento, então outro traço das *securities* estará presente. Por fim, deve-se averiguar se a transação já está amparada por uma disciplina legal específica, de molde a dispensar a proteção conferida pela legislação do mercado de capitais.⁶⁴

As decisões acima comentadas evidenciam, mais uma vez, a visão funcionalista do conceito de *security* encampada pela Suprema Corte, de forma que, mesmo para os tipos normalmente presumidos como *securities* (*stocks* e *notes*), deve-se examinar a função econômica do instrumento para se confirmar tal presunção.

3.2.3 Instrumentos financeiros de investimento

Foram elencados acima os requisitos para a identificação de uma nota promissória como *security*, de acordo com a decisão do caso *Reves*. O último requisito mencionado – que o instrumento não esteja sujeito a regulação específica – implica em excluir do conceito analisado grande parte dos títulos de investimento emitidos por institui-

63. 494 U.S. 56 (1990).

64. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 72.

ções financeiras. Por esse requisito, tem-se que a legislação do mercado de capitais é subsidiária, aplicando-se aos instrumentos que, além de perfazerem o conceito da § 2(1) do *Securities Act* em sua interpretação jurisprudencial, não estejam sujeitos a uma disciplina legal protetora específica.

Nessa mesma linha, o rol de exceções contido nas leis sobre *securities* abrange grande número de instrumentos financeiros, como os contratos de seguro, as cotas de cooperativas de crédito e os certificados de depósito bancário, desde que estejam sujeitos à fiscalização de órgão setorial específico.⁶⁵

As exceções legais, contudo, não são absolutas. A Suprema Corte já decidiu que, quando tais instrumentos oferecem uma taxa de retorno variável atrelada à lucratividade da instituição lançadora ou de uma carteira de *securities*, não devem ser incluídos nas exceções legais. Em *SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co. of America* e *SEC v. United Benefit*,⁶⁶ por exemplo, entendeu-se que planos de seguro com anuidade variável configuravam *securities* do tipo contrato de investimento, sujeitos a registro na SEC. Isso porque, naquele tipo de plano, a companhia emissora não suportava nenhum risco, como suportaria se tivesse de efetuar um pagamento fixo aos beneficiários. Ao contrário, eram os próprios segurados que arcavam com o risco.

Outros instrumentos financeiros de interesse para o mercado de *securities* são os contratos derivativos. Nos Estados Unidos, os únicos derivativos definidos como *securities* são as opções referenciadas em outras *securities*, em índices de preço ou na taxa de câmbio (estas últimas, desde que negociadas em bolsa de valores).⁶⁷ Os contratos futuros, inclusive os referenciados em

securities ou índices de *securities*, são definidos como *commodities* pelo *Commodities Exchange Act* e, por isso, são regulados pela *Commodities Futures Trading Commission (CFTC)*, e não pela SEC.⁶⁸ O mesmo ocorre com as opções envolvendo futuros, *commodities* e demais ativos que não sejam *securities* e com as opções referenciadas em moeda estrangeira, desde que negociadas fora da bolsa.⁶⁹

4. Conclusão sobre o direito comparado

Da análise até aqui desenvolvida, pode-se concluir que, em contraste com o instituto europeu dos valores mobiliários, do qual as *valeurs mobilières* são o exemplo paradigmático, o conceito norte-americano de *security* possui um alcance bem mais amplo. Enquanto os valores mobiliários europeus se referem basicamente a títulos de responsabilidade das sociedades anônimas emitidos em massa e aptos a serem negociados publicamente (em bolsa de valores e mercado de balcão), as *securities* consubstanciam qualquer investimento realizado mediante captação pública que possa acarretar danos ao investidor e tenha por objetivo a capitalização de uma companhia ou de outra modalidade de empreendimento.⁷⁰

Em ambos os casos, porém, o caráter difuso em que os títulos são emitidos e negociados, acarretando riscos à poupança pública, é o fundamento para sujeitá-los a uma disciplina própria. Isso quer dizer que, por maiores que sejam as diferenças nos diversos ordenamentos jurídicos, todos convergem para um ponto comum, que é a identificação dos negócios em que ocorre captação pública de recursos para aplicação em atividades de risco a fim de submetê-los à regulação e fiscalização do Es-

65. *Securities Act* § 3(a)(2), (5) e (8) e *Securities and Exchange Act* § 3(a)(12).

66. 359 U.S. 65 (1959) e 387 U.S. 202 (1967), respectivamente.

67. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 14.

68. Ratner, *Securities Regulation*, cit. na nota 46, p. 25.

69. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 14.

70. Wald, "O mercado futuro...", cit. na nota 8, p. 11.

tado.⁷¹ Esse é o núcleo do instituto, que justifica a inclusão de instrumentos à primeira vista muito diversos sob a mesma rubrica.⁷²

III – EVOLUÇÃO DA DOGMÁTICA DOS VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO

I. O sistema da Lei n. 4.728/1965

No Brasil, o primeiro diploma legal a mencionar os valores mobiliários foi a Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965.⁷³ Essa lei inspirou-se grandemente na legislação norte-americana do mercado de capitais, constituindo um esforço de adaptação da experiência jurídica dos Estados Unidos ao direito brasileiro. Toda sua sistemática girava em torno do conceito de *títulos ou valores mobiliários*, o que se confirma pela leitura do art. 2º, o qual, ao enumerar os objetivos da atuação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil, utilizava essa expressão em todos os seus incisos.⁷⁴ Porém, apesar de disciplinar o registro, a emissão, a distribuição e a fiscalização dos títulos ou valores mobiliários, a Lei n. 4.728/1965 deixou-os indefinidos.

O Banco Central, por sua vez, ao disciplinar a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, por meio da Resolução n. 39/1966, também se eximiu de conceituar o novo instituto, limitando-se a permitir que fossem negociados nas bolsas de valores os títulos ou valores mobiliários de emissão de pessoas jurídicas de direito público e de direito privado – no caso destas últimas, desde fossem previamente registrados (art. 57). O único indício sobre o que seriam esses *títulos ou valores mobiliários* era dado pelo art. 58, que dispunha também serem negociáveis em bolsa os direitos de subscrição e as opções referentes a *ações e debêntures*.

Posteriormente, ao disciplinar o registro das pessoas jurídicas de direito privado emissoras de títulos ou valores mobiliários negociáveis em bolsa e nas demais instituições integrantes do sistema de distribuição no mercado de capitais, bem como o registro das respectivas emissões (Resolução n. 88/1968), o Banco Central incluiu no conceito de títulos ou valores mobiliários apenas as ações e as obrigações emitidas pelas sociedades anônimas.⁷⁵

Note-se que a locução *títulos ou valores mobiliários* contém dois núcleos, os quais, devido à má redação, podem ser identificados de duas formas. Numa primeira leitura, pode-se entender que o adjetivo *mobiliários* qualifica ambos os substantivos que o antecedem – *títulos* e *valores* –, de forma que a expressão poderia ser decomposta em *títulos mobiliários* e *valores mobiliários*. Numa segunda interpretação, *mobiliários* estaria qualificando apenas o substantivo que imediatamente o antecede – *valores* –, podendo a expressão ser desmembrada em *títulos* – genericamente, sem adjetivo – e *valores mobiliários*.

Note-se que a locução *títulos ou valores mobiliários* contém dois núcleos, os quais, devido à má redação, podem ser identificados de duas formas. Numa primeira leitura, pode-se entender que o adjetivo *mobiliários* qualifica ambos os substantivos que o antecedem – *títulos* e *valores* –, de forma que a expressão poderia ser decomposta em *títulos mobiliários* e *valores mobiliários*. Numa segunda interpretação, *mobiliários* estaria qualificando apenas o substantivo que imediatamente o antecede – *valores* –, podendo a expressão ser desmembrada em *títulos* – genericamente, sem adjetivo – e *valores mobiliários*.

75. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 59.

71. Satiro, *Regime Jurídico*, cit. na nota 14, pp. 68-69.

72. Idem, p. 69. Cf. a discussão sobre o *risco* como fundamento metajurídico do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro (*infra*, item IV, 6.2).

73. Bulgarelli afirma que a expressão já era utilizada pela doutrina antes do advento da lei que a consagrou (“Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, p. 99).

74. “Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: I – facilitar o acesso do público a informações sobre os *títulos ou valores mobiliários* distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem; II – proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de *títulos ou valores mobiliários*; III – evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de *títulos ou valores mobiliários* distribuídos no mercado; IV – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de *títulos ou valores mobiliários*; V – disciplinar a utilização do crédito no mercado de *títulos ou valores mobiliários*; VI – regular o exercício da atividade corretora de *títulos mobiliários* e de câmbio.”

Pela primeira leitura, existiriam duas figuras inéditas na legislação: os títulos mobiliários e os valores mobiliários. Pela segunda, a novidade restringir-se-ia aos valores mobiliários, já que os títulos – especialmente os de crédito – já eram disciplinados de longa data. O Banco Central, porém, ao regulamentar a matéria nas Resoluções ns. 39/1966 e 88/1968, tratou os *títulos ou valores mobiliários* como sendo uma única entidade, sem decompor a expressão em suas possíveis partes constitutivas.

Em todo o caso, o importante, para o presente estudo, não é saber se a leitura do Banco Central foi ou não correta. Importa identificar que, já nos primórdios da disciplina legal dos valores mobiliários, havia uma dificuldade interpretativa oriunda da opção lingüística do legislador, consubstanciada na expressão *títulos ou valores mobiliários*. Essa dificuldade parece remontar à estreita ligação que, no princípio, os valores mobiliários mantinham com os títulos de crédito. Daí a inclusão da palavra *títulos* ao lado da expressão *valores mobiliários*.⁷⁶

1.1 Implicações da adoção da expressão “valor mobiliário”

Apesar de a Lei n. 4.728/1965 utilizar a expressão composta *títulos ou valores mobiliários*, o costume acabou encurtando-a para *valores mobiliários*. Isso se explica porque, antes daquela lei, a doutrina já havia consagrado esta última expressão. Some-se a isso o fato de a regulamentação do Banco Central não haver diferenciado entre *títulos* e *valores*, o que, aliado à mencionada familiaridade vocabular, contribuiu para que o núcleo semântico do instituto recém introduzido se concentrasse na expressão *valores mobiliários*.

Valor mobiliário, como já visto, é tradução da expressão francesa *valeur mobi-*

lière, que designa um instituto de matizes muito mais restritos do que o instituto análogo do país cujo ordenamento serviu de inspiração à Lei n. 4.728/1965 – os Estados Unidos.⁷⁷ Para que o sistema então criado fosse harmônico, o conceito de valor mobiliário adotado, central à própria definição de mercado de capitais, deveria seguir as linhas do ordenamento que forneceu a maioria dos princípios informadores que ora se implantavam. Não foi, porém, o que ocorreu e disso derivaram importantes assimetrias.⁷⁸

Com efeito, essa questão aparentemente singela, atinente à nomenclatura do instituto, teve repercussões interpretativas muito significativas. Leães aponta que a expressão *valor mobiliário* trazia consigo alguns conceitos arraigados que, em princípio, tornavam a tradução feita uma traição, pois que, em lugar de conferir ênfase aos aspectos funcionais dos instrumentos classificados em seu interior, à semelhança do modelo norte-americano, prendia-se demasiadamente aos seus aspectos formais. Segundo esse autor, o legislador parecia “não cogitar senão daqueles títulos e valores mobiliários que se ‘materializam’ em um documento, tais como os títulos de crédito e os títulos de participação em uma sociedade anônima”,⁷⁹ o que, evidentemente, constitua excessiva restrição conceitual.

Como mais tarde se verificou, essa nomenclatura, por toda a carga semântica que continha, teve o condão de afastar o instituto de seu análogo norte-americano, ao menos num primeiro instante, fazendo-o ser estudado no interior do rigorismo dos títulos de crédito, alheio a maiores incursões acerca de sua função econômica – justamente o oposto do que pretendia o legis-

77. De fato, o conceito de *valeur mobilière* contém-se no conceito de *security*, que, além de mais amplo, é também mais flexível e funcionalista do que aquele (cf., *supra*, item II, 4).

78. Wald, “O mercado futuro...”, cit. na nota 8, p. 13.

79. Leães, “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 59.

76. Cf. a discussão sobre a relação entre valores mobiliários e títulos de crédito (*infra*, item IV, 5).

lador, ao se inspirar na sistemática norte-americana do mercado de capitais.⁸⁰

2. O sistema original da Lei n. 6.385/1976

A Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que revogou parcialmente a Lei n. 4.728/1965, consagrou definitivamente a expressão *valor mobiliário*, em lugar da anterior *títulos ou valores mobiliários*. Foi também o primeiro diploma a veicular uma definição do instituto, sob a forma de enumeração. Aliás, não se poderia conceber que essa lei, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, mantivesse o silêncio de sua antecessora, sob pena de a nova entidade não ter um âmbito de atuação preciso.⁸¹ Eis a definição veiculada:

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.

Parágrafo único. Excluem-se do regime desta Lei:

I – os títulos da dívida federal, estadual ou municipal;

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

A redação do dispositivo transcrito colocou algumas dificuldades para se chegar ao conceito de valor mobiliário. Essas dificuldades acarretaram grande imprecisão na delimitação do âmbito da competência regulamentar e fiscalizatória da CVM – o

80. Cf. a discussão sobre a relação entre valores mobiliários e títulos de crédito (*infra*, item IV, 5).

81. Mattos Filho, “O conceito...”, cit. na nota 40, p. 32.

mercado de valores mobiliários –, uma vez que tal âmbito era definido (e ainda o é, como já visto) em função daquele conceito.⁸²

A primeira dificuldade estava em que a definição era vazada na forma de uma enumeração de tipos, de maneira similar a *Securities Act*. Tal enumeração, contudo, era mais restrita do que a da lei norte-americana. De fato, diferentemente da definição americana, na redação original da Lei n. 6.385/1976 o termo *valor mobiliário* compreendia basicamente os títulos emitidos pelas sociedades anônimas suscetíveis de negociação em bolsa de valores e mercado de balcão,⁸³⁻⁸⁴ privilegiando, como referencial, a natureza jurídica do agente emissor e a forma do título, em detrimento da respectiva função econômica,⁸⁵ numa nítida influência francesa.

A segunda dificuldade residia no fato de que o rol de instrumentos era exemplificativo, permitindo-se que fosse expandido por iniciativa do CMN para incluir outros instrumentos de emissão das sociedades anônimas. Sem uma precisa concei-

82. Com efeito, o art. 1º da Lei n. 6.385/1976, em sua redação original, delimitava (e continua a delimitar) o âmbito material de sua aplicação tendo por referencial o conceito de valor mobiliário: “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 organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; IV – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; V – a auditoria das companhias abertas; VI – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários”.

83. Wald, “O mercado futuro...”, cit. na nota 8, p. 13. A exceção fica por conta dos certificados de depósitos de ações, que são emitidos por instituição financeira ou bolsa de valores (arts. 43 e 293 da Lei n. 6.404/1976).

84. Mattos Filho informa que a limitação dos instrumentos qualificados como valores mobiliários aos títulos emitidos pelas sociedades anônimas foi uma maneira de restringir a competência da CVM, já que o Banco Central do Brasil, por questões políticas, opunha-se à sua criação (“O conceito...”, cit. na nota 40, p. 33).

85. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 102.

tuação de valor mobiliário, essa permissão significava a outorga de poder discricionário para que o CMN considerasse como tal o que entendesse conveniente, sem preocupação de rigor conceitual.⁸⁶

A terceira dificuldade referia-se ao fato de a enumeração ser tipicamente *instrumental* ou *formal*, ou seja, os títulos descritos eram considerados valores mobiliários *para os efeitos* da Lei n. 6.385/1976. A princípio, pois, poder-se-ia admitir a existência de outros valores mobiliários que, por não se incluírem no rol do art. 2º, não estariam sujeitos aos ditames da Lei n. 6.385/1976, embora compartilhassem o mesmo *quid* que permitia serem identificados como valores mobiliários.⁸⁷

A adoção deste entendimento teria efeitos práticos importantes. De fato, com a definição do âmbito de atuação da CVM, o Banco Central passou a ter competência residual quanto à regulamentação e fiscalização dos mercados não abrangidos por aquela entidade. Isso quer dizer que, se se admitisse a existência de valores mobiliários não sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/1976, ficariam a cargo do Banco Central, além dos títulos negociáveis nos mercados monetário e de crédito, expressamente retirados da competência da CVM (Lei n. 6.385/1976, art. 2º, parágrafo único), os demais valores mobiliários ofertados no mercado que, por não constarem da enumeração do art. 2º, não se submeteriam à competência da CVM. Assim, a precisa conceituação desse instituto era necessária também para delimitar a área de atuação do Banco Central.⁸⁸

Assim, a sistemática adotada pela Lei n. 6.385/1976, de listar apenas alguns ins-

trumentos, emitidos por sociedade anônima, permitindo, paralelamente, a ampliação do rol por ato do CMN, criou dois problemas. De um lado, deixou de estabelecer um parâmetro para jungir o CMN à inclusão de instrumentos que realmente corresponderem à natureza jurídica de valores mobiliários. De outro, não forneceu uma conceituação do que seriam os valores mobiliários, para efeito de delimitação das atribuições da CVM e do Banco Central, limitando-se a enumerar os instrumentos que ficariam sujeitos à sua disciplina (da lei).

3. A ampliação do rol da Lei n. 6.385/1976

O rol do art. 2º da Lei n. 6.385/1976 permaneceu inalterado até 1986. Naquele ano, foi editado o Decreto-lei n. 2.286, que qualificou como valores mobiliários os índices representativos de carteiras de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários. Posteriormente, outras leis vieram e incluíram os seguintes instrumentos na lista dos sujeitos à disciplina da Lei n. 6.385/1976:

a) títulos emitidos por companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais (Decreto-lei n. 2.298/1986);

b) cotas de fundos imobiliários (Lei n. 8.668/1993); e

c) certificados de investimento em obras audiovisuais (Lei n. 8.685/1993).

Algumas resoluções do CMN, com fundamento no permissivo do inciso III do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, também alteraram a lista de valores mobiliários, inserindo os seguintes instrumentos:

a) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções de valores mobiliários e certificados de depósitos de ações (Resolução n. 1.907/1992);

b) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (Resolução n. 2.405/1997);

86. Mattos Filho, "O conceito...", cit. na nota 40, p. 33.

87. Wald, "O mercado futuro...", cit. na nota 8, p. 6.

88. Mattos Filho, "O conceito...", cit. na nota 40, pp. 32-33. Cf. a discussão sobre a existência de valores mobiliários além dos contemplados na Lei n. 6.385/1976 (*infra*, item IV, 2).

c) debêntures e ações emitidas por companhias securitizadoras de créditos financeiros (Resolução n. 2.493/1998);

d) certificados de recebíveis imobiliários – CRI (Resolução n. 2.517/1998); e

e) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços (Resolução n. 2.801/2000).

Não obstante, essa ampliação do rol de valores mobiliários não constituiu inovação que indicasse a adoção de uma concepção mais aberta e funcional do instituto, a exemplo da contida na legislação americana. Ao contrário, os novos tipos continuaram sendo identificados com base nos parâmetros europeus relativos à matéria.⁸⁹

4. A Medida Provisória n. 1.637/1998 e a Lei n. 10.303/2001

Em vista da crescente diversidade de investimentos ofertados ao público desprovidos de regulação estatal, passou-se a exigir do legislador a ampliação do conceito de valor mobiliário.

Leões, já em 1974, sustentava que o conceito de títulos ou valores mobiliários, utilizado pelo legislador de 1965 para traduzir a realidade econômica análoga à dos Estados Unidos, deveria sofrer uma leitura generosa, tal como a interpretação americana desenvolvida em torno das *securities*, de forma a permitir o policiamento satisfatório do mercado de capitais e a fiscalização de todas as formas de captação de recursos da poupança popular.⁹⁰ Na mesma linha, Mattos Filho preconizava a adoção de um conceito suficientemente elástico, de tal sorte que conseguisse apanhar os negócios que viessem a colocar o investidor e o mercado em risco.⁹¹ Eizirik, igualmente, apontava como uma das falhas da Lei n.

6.385/1976 a definição de valor mobiliário, a qual deveria ser flexibilizada e ampliada para abranger quaisquer títulos ou direitos representativos de participação em empreendimentos geridos por terceiros e passíveis de venda em massa, à semelhança do conceito de *security* do direito norte-americano, englobando, além disso, as cotas de fundo de investimento, as notas comerciais e os contratos a futuro.⁹²

A partir da década de 1990, a CVM e o Banco Central começaram a se preocupar com a ausência de regulação sobre os contratos realizados com *commodities* ofertados publicamente, em especial os chamados *contratos de boi gordo*. Esses esquemas negociais podiam ser considerados, formalmente, como contratos de parceria pecuária (Código Civil de 1916, arts. 1.416 a 1.423), por meio dos quais um sujeito, denominado parceiro-proprietário, entregava seus animais a alguém, chamado parceiro-tratador, para os criar, mediante participação nos lucros.

Apesar de se revestirem, externamente, da forma de contratos de parceria pecuária, do ponto de vista funcional os negócios de boi gordo constituíam oportunidades de investimento ofertadas ao público em que os empreendedores se encarregavam da compra, engorda e venda do animal, transferindo aos investidores o ganho obtido, descontadas as despesas administrativas e sua parte nos lucros.⁹³

A primeira reação estatal partiu do Banco Central, que passou a estudar a possibilidade de enquadrar os contratos de boi gordo no art. 17 da Lei n. 4.595/1964, de forma a qualificar as empresas administradoras desse tipo de negócio como instituições financeiras, sujeitando-as à sua disciplina própria.⁹⁴ De fato, como as empresas

92. “A urgente reforma da Lei n. 6.385/1976”, *RDM* 98/61, 1995.

93. Eizirik, *Reforma das S/A*, cit. na nota 1, p. 154.

94. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi

89. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 102.

90. “O conceito de *security*...”, cit. na nota 42, p. 60.

91. “O conceito...”, cit. na nota 40, p. 40.

lançadoras de contratos de boi gordo operavam profissionalmente na coleta de recursos de terceiros e na aplicação de recursos próprios e de outrem, poderiam ser equiparadas, em tese, às instituições financeiras. Caberia, assim, ao Banco Central intervir nesse mercado, estabelecendo a necessidade de autorização prévia para o funcionamento e exercendo fiscalização.⁹⁵

Entretanto, o Poder Executivo e, posteriormente, o Legislativo, preferiram atribuir o controle dos contratos de boi gordo à CVM, o que tornou superada a discussão acerca da qualificação das empresas do ramo como instituições financeiras. Assim, em 1998 foi editada a Medida Provisória n. 1.637, reeditada até ser convertida na Lei 10.198/2001, dispondo o seguinte:

Art. 1^ª. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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 terceiro.

Essa medida provisória constituiu verdadeiro marco no mercado de capitais brasileiro. Até o seu advento, adotava-se uma concepção restrita de valor mobiliário, embora o elenco desses instrumentos estivesse aumentando gradativamente, pela edição de leis e resoluções do CMN.⁹⁶ Com a pro-

mulgação daquele diploma, entretanto, introduziu-se no sistema brasileiro o conceito de *contrato de investimento coletivo*, análogo ao conceito de *investment contract* formulado pela Suprema Corte dos Estados Unidos, ampliando-se o conceito de valor mobiliário – e, via de consequência, a competência da CVM – e afastando-o de suas raízes européias.⁹⁷

Introduziu-se, assim, um conceito consideravelmente aberto em meio aos instrumentos bem delimitados constantes da enumeração da Lei n. 6.385/1976, capaz de abranger “quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público, que aplica os seus recursos na expectativa de obter lucro, não tendo, no entanto, controle direto sobre o empreendimento, uma vez que o responsável pelo sucesso do negócio é o empreendedor”.⁹⁸

Mas isso não significou o fim das preocupações das autoridades. Na metade da década de 1990, várias empresas públicas e privadas em todo o mundo sofreram enormes perdas em operações com derivativos. O incidente mais famoso envolveu o Barings PLC, banco de investimento inglês bicentenário que foi à falência depois que um de seus operadores perdeu mais de um bilhão de dólares especulando com derivativos de índices de valores mobiliários japoneses. O caso do Barings, porém, deveu-se mais ao mau gerenciamento interno das opera-

gordo” e outros)”, *RDM* 108/94, 1998. Lei n. 4.595/1964, art. 17: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta Lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”.

95. Verçosa, “A CVM...”, cit. na nota 94, p. 94.

96. Nelson Eizirik, “Os valores mobiliários na nova lei das S/A”, *RDM* 124/74, 2001.

97. No dizer de Marcos Paulo de Almeida Salles, “os valores mobiliários na Lei das S/A são de conceito mais amplo do que aquele pregado pela doutrina francesa, pois a eles se acresceram caracteres dos *securities* norte-americanos” (“Os valores mobiliários na Lei das S/A”, *RDM* 56/128, 1997). Talvez o mais importante caractere das *securities* absorvido pelo direito brasileiro tenha sido o princípio da prevalência do substrato econômico sobre a forma do negócio jurídico, princípio esse que, a partir da introdução dos contratos de investimento coletivo, passou a alicerçar a interpretação do conceito de valor mobiliário como um todo.

98. Eizirik, *Reforma das S/A*, cit. na nota 1, pp. 158-59.

ções do que a uma falha na regulamentação das transações com derivativos.⁹⁹

Exemplo de caso em que houve falha regulatória foi o do LTCM (*Long Term Capital Management Fund*), um *hedge fund* norte-americano que acumulou uma exposição de mais de um trilhão de dólares, para um patrimônio gigantesco de 100 bilhões. O LTCM chegou à insolvência porque desenvolveu uma estratégia para burlar a determinação legal de que os tomadores de empréstimo para a compra de ações depositassem junto ao *Federal Reserve System* uma margem correspondente a 50% do investimento total. Para isso, passou a celebrar contratos de *swap* com a finalidade de mimetizar a aquisição de ações, dessa forma recebendo pagamentos equivalentes aos dividendos declarados pela companhia emissora e à apreciação de sua cotação no mercado. Assim, o LTCM construiu sua posição em ações sem comprar uma única ação sequer e, por via de consequência, sem ter de recolher as margens de garantia.¹⁰⁰

Nesse panorama de insegurança, a necessidade de melhor fiscalização do mercado de derivativos levou o legislador brasileiro a elaborar a Lei n. 10.303/2001, que novamente ampliou o conceito de valor mobiliário, nele incluindo os contratos derivativos não referenciados em valores mobiliários, até então não submetidos à competência da CVM. Além disso, essa lei consolidou no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 muitos dos valores mobiliários criados por leis esparsas até então. Eis a redação do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, com a alteração dada pela Lei n. 10.303/2001:

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 de desdobramen-

to relativos aos valores mobiliários referidos no inciso I;

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;

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.

§ 1º. Excluem-se do regime desta Lei:

I – os títulos da dívida federal, estadual ou municipal;

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

(...).

Com a Lei n. 10.303/2001, extinguiu-se a possibilidade de expansão do elenco de valores mobiliários pelo CMN. É bem provável que o legislador tenha entendido não mais haver a necessidade de ampliação desse rol mediante ato administrativo, já que a flexibilidade da cláusula contida no inciso IX do art. 2º seria capaz de enquadrar os diferentes tipos de negócios que, futuramente, pudessem ensejar a necessidade de proteção estatal. Passou-se, dessa forma, para um sistema de enumeração exaustiva, e não mais exemplificativa.¹⁰¹

Note-se, além disso, que o § 1º do art. 2º manteve a redação do antigo parágrafo

99. Daniel Krepel Goldberg, “A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários”, *RDM* 129/79, nt. 27, 2003.

100. *Idem*, pp. 79-80.

101. Eizirik, “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 96, p. 75.

único, excluindo do regime da lei os títulos da dívida pública federal, estadual e municipal – integrantes do mercado monetário – e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira – pertencentes ao mercado de crédito. Ambas as classes de títulos, não sendo considerados valores mobiliários para o efeito da Lei n. 6.385/1976, sujeitavam-se (e ainda se sujeitam) à competência do Banco Central, e não da CVM.¹⁰²

Apesar de a Lei n. 10.303/2001 haver realizado um trabalho de consolidação dos valores mobiliários criados pelas leis e regulamentos anteriores, nem todos os então existentes foram incluídos no art. 2º. Ficaram de fora:

a) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (Resolução CMN n. 2.405/1997);

b) os certificados de recebíveis imobiliários – CRI (Resolução CMN n. 2.517/1998);

c) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços (Resolução CMN n. 2.801/2000);

d) os índices representativos de carteiras de ações (Decreto-lei n. 2.286/1986);¹⁰³

e) os títulos emitidos por companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais (Decreto-lei n. 2.298/1986);

102. Poderiam os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira ser considerados valores mobiliários, embora não estejam sujeitos à disciplina da Lei n. 6.385/1976? Ou, por estarem expressamente excluídos de sua sistemática, não são valores mobiliários do ponto de vista ontológico? Cf., *infra*, item IV, 2.

103. As opções de compra e venda de valores mobiliários, definidas como valores mobiliários pelo mesmo Decreto-lei n. 2.286/1986, foram incluídas no inciso VII, acrescido ao art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (“VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários”).

f) as cotas de fundos imobiliários (Lei n. 8.668/1993); e

g) os certificados de investimento em obras audiovisuais (Lei n. 8.685/1993).

Note-se que, embora os índices representativos de carteiras de ações, os títulos emitidos por companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, as cotas de fundos imobiliários e os certificados de investimento em obras audiovisuais (itens *d* a *g*, acima) não tenham sido contemplados na nova redação do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, não deixaram de ser valores mobiliários sujeitos à disciplina daquela lei. Ao contrário, a Lei n. 10.303/2001, por conter disposições de caráter geral, não revogou as disposições das leis – especiais – que os haviam instituído, de forma que, nos termos do art. 2º, § 2º, do Decreto-lei n. 4.657/1942 (Lei de Introdução ao Código Civil), aqueles instrumentos permaneceram existindo como valores mobiliários sujeitos à disciplina do mercado de capitais.

Por outro lado, no que se refere aos valores mobiliários que, nos termos da redação original do inciso III do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, haviam sido criados por ato do CMN, esses não mais se sujeitam ao sistema daquela lei. Isso porque, com base no princípio da legalidade (Constituição Federal, art. 5º, II), a validade dos atos administrativos vincula-se sempre aos termos da lei que fundamentou sua expedição. Uma vez que ocorra uma mudança legal que torne o ato administrativo incompatível com o novo regime, ele perde o seu fundamento de validade e é expurgado do sistema. De maneira genérica, leciona-se que as normas hierarquicamente inferiores não são recepcionadas pelo novo regime quando ocorra alteração que as torne incompatíveis com as normas superiores.

Assim sendo, uma vez que tenha sido extinta a delegação legislativa para que a Administração complementasse o rol de valores mobiliários da Lei n. 6.386/1976, os atos que haviam sido expedidos com fundamento do art. 2º, III, não foram recepcionados pelo novo regime, perden-

do sua validade. Portanto, todos os valores mobiliários que haviam sido instituídos por ato do CMN passaram a não mais se submeter à lei do mercado de capitais.¹⁰⁴⁻¹⁰⁵

IV – O ATUAL CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

1. Conceito e definição jurídica

A finalidade dos conceitos jurídicos é viabilizar a aplicação de uma determinada norma ou de um determinado conjunto de normas jurídicas a uma coisa, um estado ou uma situação.¹⁰⁶ Não raro, a proposição que enuncia o conceito jurídico é composta por termos vagos ou imprecisos. Uma das técnicas utilizadas para explicitar o significado desses termos é a elaboração de *definições jurídicas*, de que são espécies a *enumeração* e a *conceituação legal*.

Assim, para se definir uma expressão inserida num conceito jurídico, pode-se fa-

zer uso de uma *enumeração* dos elementos que perfazem o seu conteúdo. Essa enumeração pode ser taxativa, quando esgota os elementos do instituto, ou exemplificativa, quando não os aponta todos. Pode-se também, em lugar da enumeração, elaborar uma *conceituação legal*, ou seja, uma proposição contida num texto normativo que enuncie os elementos que configuram o conteúdo do termo.

A expressão *valor mobiliário* é um desses termos vagos que necessitam de uma definição jurídica que explicita a significação do conceito jurídico a que se refere. Tal definição encontra-se na enumeração dos incisos do art. 2º da Lei n. 6.385/1976 – enumeração essa que deve ser considerada ampliativamente, abrangendo os instrumentos criados por leis esparsas – e na conceituação legal de contrato de investimento coletivo enunciada no inciso IX daquele artigo.¹⁰⁷

Assim, para se chegar à significação do conceito jurídico de valor mobiliário é preciso estabelecer o ponto comum que motivou a reunião, sob a mesma rubrica, dos diferentes tipos listados nos incisos I a IX do art. 2º da Lei n. 6.385/1976 e nas leis esparsas. Com esse intuito, os valores mobiliários serão analisados, neste capítulo, sob diferentes prismas, de modo a extrair-lhes os traços essenciais que permitam enunciar o seu conceito jurídico. Para isso, serão abordadas (a) a possibilidade de existirem valores mobiliários que não se submetem à Lei n. 6.385/1976, (b) as categorias tipológicas de valores mobiliários e suas espécies, (c) a negociabilidade pública como seu elemento conceitual e (d) sua relação com os títulos de crédito. Após essa análise, os elementos coletados serão reunidos, enunciando-se o atual conceito de valor mobiliário.

104. Hely Lopes Meirelles aborda o mesmo problema, referindo-se, porém, aos *decretos regulamentares*, que, assim como as *resoluções* do CMN que regulamentaram o art. 2º, III, da Lei n. 6.385/1976, são atos administrativos normativos: “Questiona-se se esse decreto continua em vigor quando a lei regulamentada é revogada e substituída por outra. Entendemos que sim, desde que a nova lei contenha a mesma matéria regulamentada” (*Direito Administrativo Brasileiro*, 29ª ed., São Paulo, Malheiros, 2004, p. 178). *Contrario sensu*, pois, entende-se que, uma vez que a nova lei disponha diferentemente, o decreto não permanece em vigor. Assim, *mutatis mutandis*, revogada a permissão a que o art. 2º da Lei n. 6.385/1976 fosse expandido por ato do CMN, os que foram expedidos perderam sua validade.

105. Em oposição ao que foi dito, Eizirik afirma que todas as modalidades de títulos ou contratos que já eram considerados valores mobiliários na legislação anterior e que não foram enumerados na nova redação do art. 2º continuam a se submeter à Lei n. 6.385/1976: cotas de fundos imobiliários, certificados de investimentos audiovisuais, certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica e certificados de recebíveis imobiliários, estes dois últimos previstos em resoluções do CMN (“Os valores mobiliários...”, cit. na nota 96, p. 79).

106. Eros Grau, *Direito, Conceitos e Normas Jurídicas*, São Paulo, Ed. RT, 1988, p. 67.

107. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 98.

2. *Existem valores mobiliários que não se submetem ao regime da Lei n. 6.385/1976?*

Do ponto de vista do direito positivo, são valores mobiliários apenas os instrumentos que se sujeitam à Lei do Mercado de Capitais, isso é, os listados no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 e os instituídos por outros diplomas e colocados expressamente sob a regência dessa lei. Isso quer dizer que o critério delimitador do conceito de valores mobiliários é *legal*, de forma que somente são enquadrados nessa categoria os negócios jurídicos que a lei expressamente prevê como tais.¹⁰⁸

Não obstante, parte da doutrina verifica, pela leitura do *caput* do art. 2º,¹⁰⁹ a possibilidade de existirem outros valores mobiliários além daqueles que se submetem ao regime da Lei n. 6.385/1976. Essa interpretação parte da constatação de que, segundo aquele dispositivo, a enumeração contida nos seus incisos é tipicamente *instrumental* ou *formal*, ou seja, os instrumentos ali descritos são considerados valores mobiliários *para os efeitos da Lei n. 6.385/1976*. A princípio, pois, poder-se-ia admitir a existência de outros valores mobiliários que, por não se incluírem no rol do art. 2º e nas leis que fazem expressa remissão à Lei do Mercado de Capitais, não estariam sujeitos aos ditames dela, embora compartilhassem as características essenciais aos valores mobiliários expressamente indicados em lei.¹¹⁰

108. Eizirik, *Reforma das S/A*, cit. na nota 1, p. 141.

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

110. Wald ("O mercado futuro...", cit. na nota 8, p. 6). Do ponto de vista exegético, esta é a única conclusão a que se pode chegar. Caso o legislador tivesse pretendido esgotar a possibilidade de valores mobiliários com as espécies arroladas, deveria ter redigido o dispositivo da seguinte maneira: "São valores mobiliários, sujeitos ao regime desta lei". A inserção de uma vírgula teria tido o condão de expressar que a sujeição ao regime da lei seria um caractere essencial aos instrumentos arrolados. Ou seja, só seriam valores mobiliários os instrumentos ali mencionados.

Defendendo essa tese, Newton De Lucca, após se referir ao art. 1º, I, da Lei n. 6.385/1976, que estabelece como objeto da disciplina legal a atividade de emissão e distribuição de valores mobiliários *no mercado*, assim se expressa:

"Infere-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 ao art. 2º 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."¹¹¹

O mesmo autor sustenta a existência de duas categorias distintas de valores mobiliários. De um lado, aquela à qual se aplicam as disposições da Lei n. 6.385/1976 e demais normas da CVM, cuja identificação decorre do art. 2º da mesma lei. De outro lado, uma categoria de importância secundária, por não se achar sujeita à disciplina daquela entidade.¹¹² Para ele, a pouca atenção que essa segunda categoria desperta como valores mobiliários advém do fato de não existir uma teoria geral dos valores mobiliários, isso é, um conjunto de princípios sistematizados e coordenados que logicamente lhe pudessem ser aplicados.¹¹³

111. *Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, São Paulo, Pioneira, 1979, p. 37.

112. "As bolsas de valores e os valores mobiliários", in *Rev. Ibero-Am. Dir. Pub.*, ano 2, v. 4, 2001, p. 223. Calha perguntar: a pouca importância dessa segunda categoria se deve ao fato de não estar sujeita à disciplina da CVM ou precisamente por ter pouca importância é que se acha excluída desse regime?

113. "As bolsas de valores...", cit. na nota 112, p. 223. Segundo De Lucca, a identificação de um documento como valor mobiliário não traduz interesse maior, diferentemente do que ocorre com os títulos de crédito, já que o reconhecimento de um documento como tal pode determinar a aplicação subsidiária de certos princípios gerais inerentes a esta categoria de instrumentos (*Aspectos da Teoria*, cit. na nota 111, p. 37). No mesmo sentido já se havia manifestado Philomeno Joaquim da Costa, para quem o conceito de valor mobiliário não tem nenhum valor científico, podendo-se talvez apontar, como úni-

Por isso, tende-se a somente considerar como valores mobiliários os instrumentos expressamente consignados em lei, negando-se a mesma qualificação a outros que possuam os mesmos caracteres essenciais.

Escrevendo antes da Medida Provisória n. 1.637/1998, Haroldo Malheiros Duclec Verçosa também apontava a existência de outros valores mobiliários afora os da Lei n. 6.385/1976, identificando instrumentos dessa categoria sujeitos ao controle da Receita Federal, do Banco Central e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e ainda outros que não estariam sujeitos a controle algum, explicitando que "o conceito de valores mobiliários é meramente finalístico no direito positivo brasileiro, não esgotando a totalidade de papéis que, doutrinariamente, assim poderiam ser designados".¹¹⁴

Segundo o autor, poderiam considerar-se como valores mobiliários sujeitos à fiscalização da Receita Federal as operações previstas na Lei n. 5.768/1971, que dispõe sobre a distribuição gratuita de prêmios, mediante sorteio, vale-brinde ou concurso, a título de propaganda, e estabelece normas de proteção à poupança popular.¹¹⁵ De fato, os negócios descritos nos arts. 1º, *caput*, e 7º da referida lei¹¹⁶ possuem as

mesmas características dos contratos de investimento coletivo do art. 2º, IX, da Lei n. 6.385/1976, não existindo, ontologicamente, diferença entre ambas as categorias de instrumentos, em especial no que se refere ao contido no art. 7º, V.

Seriam valores mobiliários a cargo do Banco Central os instrumentos previstos no art. 7º, I, da mesma Lei n. 5.768/1971, os quais, por força da Lei n. 8.177/1991, foram transferidos para a competência daquela entidade,¹¹⁷ e os títulos da dívida pública, haja vista terem sido expressamente excluídos do regime da Lei n. 6.385/1976.¹¹⁸

Por fim, estariam sob a competência da SUSEP os títulos de capitalização, conforme disposição do Decreto-lei n. 261/1967 e da Circular SUSEP n. 130/2000.¹¹⁹

Afora os valores mobiliários sob proteção da CVM, da Receita Federal, do Banco Central e da SUSEP, Verçosa identificava outros que, por não estarem sujeitos à fiscalização estatal, careceriam de proteção.¹²⁰ Além disso, defendia que os valores mobiliários deveriam ser considerados numa acepção ainda mais ampla que o conceito norte-americano de *security*, haja vista que a Lei n. 6.385/1976 era por demais restritiva, contemplando apenas os instrumentos expressamente elencados.¹²¹

ca particularidade, o fato de instrumentar a busca de renda pelo seu titular (*Anotações às Companhias*, I, São Paulo, Ed. RT, 1980, p. 112).

114. "Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no Direito brasileiro – Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores", *RDM* 105/81, 1997.

115. *Idem*, p. 79.

116. "Art. 1º. A distribuição gratuita de prêmios a título de propaganda quando efetuada mediante sorteio, vale-brinde, concurso ou operação assemelhada, dependerá de prévia autorização do Ministério da Fazenda, nos termos desta lei e de seu regulamento. (...) Art. 7º. Dependerão, igualmente, de prévia autorização do Ministério da Fazenda, na forma desta lei, e nos termos e condições gerais que forem fixados em regulamento, quando não sujeitas à de outra autoridade ou órgãos públicos federais: I – as operações conhecidas como Consórcio, Fundo Mútuo e outras formas associativas assemelhadas, que objetivem a aquisição de bens de qualquer natu-

reza; II – a venda ou promessa de venda de mercadorias a varejo, mediante oferta pública e com recebimento antecipado, parcial ou total, do respectivo preço; III – a venda ou promessa de venda de direitos, inclusive cotas de propriedade de entidades civis, tais como hospital, motel, clube, hotel, centro de recreação ou alojamento e organização de serviços de qualquer natureza com ou sem rateio de despesas de manutenção, mediante oferta pública e com pagamento antecipado do preço; IV – a venda ou promessa de venda de terrenos loteados a prestações mediante sorteio; V – qualquer outra modalidade de captação antecipada de poupança popular, mediante promessa de contraprestação em bens, direitos ou serviços de qualquer natureza."

117. "Notas sobre o regime...", cit. na nota 114, p. 79.

118. *Idem*, pp. 80-81.

119. *Idem*, p. 79.

120. *Idem*, p. 82.

121. *Idem*, p. 80.

O anseio do autor foi em grande parte atendido com a edição da Medida Provisória n. 1.637/1998, mediante a adoção de uma fórmula tão genérica (contratos de investimento coletivo) que seria capaz de abranger a maior parte dos negócios que careciam de tutela. Porém, ainda que vazada em termos amplos, a solução engendrada somente seria capaz de alcançar, em tese, os instrumentos que atendessem aos requisitos nela estabelecidos, não se estendendo a toda e qualquer situação que configurasse acesso à poupança popular com a conseqüente criação de riscos. Ao que parece, portanto, nem todos os negócios que Verçosa preconizava fossem considerados valores mobiliários foram contemplados na solução fornecida pela medida provisória.¹²²

Com base nessas opiniões, percebe-se que, no ordenamento pátrio convivem instrumentos expressamente denominados valores mobiliários ao lado de outros que, não obstante o silêncio da lei, compartilham com aqueles os elementos essenciais ao instituto. Assim, podem-se classificar os valores mobiliários, *de lege ferenda*, em dois grupos. O primeiro engloba instrumentos sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/1976, arrolados em seu art. 2º e em leis esparsas,¹²³ quais sejam:

122. Exemplo de operação que o autor defendia ser passível de enquadramento no conceito de valor mobiliário, mas que não cabe na fórmula dos contratos de investimento coletivos, é a "venda de imóveis a prestação, objeto de publicidade feita por meio de anúncios e da distribuição pública de folhetos e do envio de malas-diretas originadas até mesmo do exterior (Estados Unidos, Austrália, Espanha, etc.), prática adrede engendrada para fazer com que seus autores escapem da legislação nacional" ("Notas sobre o regime...", cit. na nota 114, p. 77). Nessa hipótese, conquanto haja oferta pública de um bem, não existe um empreendimento comum alvo de investimento com expectativa de lucro, o que descaracteriza o negócio como um contrato de investimento coletivo e, portanto, como valor mobiliário.

123. Cf. o que foi dito sobre os valores mobiliários criados por ato do CMN, os quais, em nosso entendimento, não mais se submetem à Lei n. 6.385/1976 e, portanto, estão excluídos deste grupo. Po-

a) ações, debêntures e bônus de subscrição (art. 2º, I);

b) cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos às ações, debêntures e bônus de subscrição (art. 2º, II);

c) certificados de depósito de valores mobiliários (art. 2º, III);

d) cédulas de debêntures (art. 2º, IV);

e) cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (art. 2º, V);

f) cotas de clubes de investimento em quaisquer ativos (art. 2º, V);

g) notas comerciais (art. 2º, VI);

h) contratos derivativos referenciados em quaisquer ativos (art. 2º, VII e VIII);

i) contratos de investimento coletivo (art. 2º, IX).

j) índices representativos de carteiras de ações (Decreto-lei n. 2.286/1986);

k) títulos emitidos por companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais (Decreto-lei n. 2.298/1986);

l) cotas de fundos imobiliários (Lei n. 8.668/1993); e

m) certificados de investimento em obras audiovisuais (Lei n. 8.685/1993).

O segundo grupo, por sua vez, inclui os instrumentos que, apesar de não terem sido expressamente colocados pelo legislador nessa categoria jurídica, guardam semelhança funcional com os que o foram, de modo que se pode concluir pelo seu pertencimento a esse instituto.

A principal consequência prática de considerar que o universo dos valores mobiliários não se esgota nos instrumentos sujeitos à Lei n. 6.385/1976 é a possibilidade de expandir a tutela jurisdicional coletiva da Lei n. 7.913/1989 para além dos limites do mercado de capitais. Isso porque, como já visto (*supra*, item I, 2), essa lei visa a proteger os *titulares de valores mobiliários*

dem, contudo, ser incluídos no segundo grupo, adiante apresentado (*supra*, item III, 4, *in fine*).

e os *investidores no mercado*. Seu alcance depende, pois, do conteúdo que se confira às expressões *valor mobiliário e mercado*, de forma que, ampliando-se o conteúdo da primeira, maior número de pessoas, em situação substancialmente idêntica, poderia ser beneficiada pela atuação estatal.¹²⁴

Mas para que se possam identificar os valores mobiliários que não são assim expressamente designados pela lei, é necessário identificar os caracteres essenciais a essa categoria jurídica, de modo a justificar sua submissão à disciplina legal do mercado de capitais. A essa tarefa serão dedicados os próximos itens.

3. *Categorias tipológicas e valores mobiliários em espécie*

A partir das semelhanças morfo-funcionais dos valores mobiliários contemplados nos incisos do art. 2º da Lei 6.385/1976 e na legislação em vigor, propõe-se sua classificação nas seguintes categorias: (a) títulos emitidos pelas sociedades anônimas e seus derivados, (b) cotas de fundos e clubes de investimento, (c) contratos de investimento coletivo e (d) contratos derivativos.

3.1 *Títulos emitidos pelas sociedades anônimas e seus derivados*

São valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas as ações, as debêntures, os bônus de subscrição, as notas comerciais (Lei n. 6.385/1976, art. 2º, I e VI) e os títulos emitidos por companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais (Decreto-lei n. 2.298/1986).¹²⁵

124. Eizirik, ao contrário, entende que só os instrumentos do primeiro grupo poderiam ser considerados valores mobiliários, de tal forma que apenas seus titulares poderiam beneficiar-se da tutela jurisdicional coletiva (*Aspectos Modernos*, cit. na nota 7, pp. 159-61).

125. Ontologicamente, não há nada que diferencie os valores mobiliários emitidos por essas companhias dos emitidos pelas demais. Ao lhes conceder disciplina específica, o administrador-legislador

As partes beneficiárias, que constavam da antiga redação do art. 2º, I, da Lei n. 6.385/1976, foram excluídas em virtude da redação dada pela Lei n. 10.303/2001 ao art. 47, parágrafo único, da Lei n. 6.404/1976, proibindo sua emissão pelas companhias abertas.¹²⁶

Os incisos II a IV do art. 2º, por sua vez, elencam instrumentos derivados dos títulos emitidos pelas companhias, quais sejam os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos às ações, debêntures e bônus de subscrição, os certificados de depósito e as cédulas de debêntures.

Também se incluem na presente categoria os índices representativos de carteiras de ações (Decreto-lei n. 2.286/1986), por serem estruturados em torno de um dos instrumentos emitidos pelas sociedades anônimas: as ações.

Todos esses títulos possuem duas características em comum. A primeira é a sua *função econômica* de instrumentar a capitalização de um empreendimento econômico, desenvolvido sob a forma de sociedade anônima. A segunda é a sua *negociabilidade*, que se liga à primeira característica na medida em que o interesse em sua aquisição está ligado diretamente à possibilidade de aliená-los livremente, de modo a se evitarem perdas econômicas.¹²⁷

Quanto à *circulabilidade*, entendida como a aptidão do instrumento de ser transferido mediante a tradição de seu suporte material, o advento dos títulos escriturais impede que se afirme seu caráter essen-

pretendeu, na verdade, submeter as sociedades favorecidas com incentivos fiscais a controle mais rigoroso, haja vista o interesse público em que as finalidades perseguidas mediante tais incentivos não fossem distorcidas.

126. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 79.

127. Há apenas uma subespécie de título emitido por companhias que não são negociáveis, fato esse que não infirma a regra da negociabilidade. Trata-se das ações preferenciais de classe especial (Lei n. 6.404/1976, art. 17, § 7º).

cial.¹²⁸ Isso porque apenas os representados por certificados são circuláveis e, após a Lei n. 8.021/1990, que extinguiu os títulos endossáveis e ao portador, os certificados perderam sua função, já que, restando no sistema apenas aqueles em forma nominativa, a presunção de propriedade passou a se dar somente com a inscrição do nome do titular no livro próprio, e não com a posse do documento.¹²⁹

Em relação à *forma*, tais instrumentos são muito diversificados, podendo adotar aspecto externo variado, inclusive o de títulos de crédito. Assim, as notas comerciais – que, formalmente, são notas promissórias – e os bônus de subscrição são títulos de crédito próprios,¹³⁰ as passas que as debêntures o são impróprios, uma vez que lhes faltam os elementos da cartularidade, literalidade e autonomia.¹³¹ Também são títulos de crédito impróprios os certificados de depósito, dado que, à semelhança

128. Sobre as ações escriturais, Modesto Carvalhosa leciona que “têm como característica fundamental não serem circuláveis, na medida em que a cessão dos direitos a elas inerentes se opera por lançamentos em conta corrente (art. 35), do cedente e do cessionário, procedidos pela instituição financeira administradora” (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, I, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 1998, p. 137).

129. Em que pese a referência final às debêntures, a seguinte lição aplica-se a todos os títulos emitidos pelas companhias: “Esse aspecto documental do título está derogado pelo uso e pelo nosso sistema de nominatividade compulsória dos títulos, excluídas que foram as formas ao portador e endossáveis, por força da Lei n. 8.021, de 12 de abril de 1990. Como vimos, deixa de existir a função dos certificados, qual seja, a de materializar as obrigações para tornar os títulos respectivos facilmente negociáveis. Ocorre, outrossim, que a nominatividade escritural das debêntures impede que sejam emitidos certificados que as representem” (Carvalhosa, *Comentários*, cit. na nota 128, p. 573).

130. Leciona-se que, não obstante a perda da literalidade cartular decorrente da Lei n. 3.021/1990, os bônus de subscrição possuem a autonomia típica dos títulos de crédito, o que autoriza sua classificação nessa categoria de instrumentos (Carvalhosa, *Comentários*, cit. na nota 128, p. 18).

131. Carvalhosa, *Comentários*, cit. na nota 128, pp. 573 e 576-77.

do conhecimento de depósito de mercadorias, seu objeto não é pecuniário.¹³² Já as ações, segundo a doutrina majoritária, não possuem a natureza de títulos de crédito, já que, de um lado, não conferem a seu titular propriamente um crédito, mas sim o investem numa situação jurídica complexa, atribuindo-lhe a qualidade de sócio, e, de outro lado, não portam um direito literal e autônomo nelas mencionado.¹³³

3.2 Cotas de fundos e clubes de investimento

3.2.1 Cotas de fundos de investimento

O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em valores mobiliários e em quaisquer outros ativos financeiros. As cotas correspondem a frações ideais de seu patrimônio, sendo nominativas e escriturais, nos termos do art. 10 da Instrução n. 409/2004 da CVM, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Tal como as ações das sociedades anônimas, as cotas de fundo de investimento conferem a seus titulares direitos patrimoniais e extrapatrimoniais. O principal direito patrimonial é o de receber a quantia decorrente da valorização de sua participação, descontadas as taxas de administração e de performance previstas no regulamento do fundo. No campo extrapatrimonial, o principal direito é o de participar da assembléia-geral de cotistas.

A principal consequência de as cotas de um fundo de investimento serem consi-

132. *Idem*, pp. 409-410.

133. De Lucca, “As bolsas de valores...”, cit. na nota 112, p. 221. “A ação ao portador, ora extinta (Lei n. 8.021, de 1990), que era sempre representada por certificado, poderia ser considerada título de crédito. Isto porque essa forma preenche os requisitos essenciais do instituto, ou seja, documento literal e autônomo, necessário para o exercício do direito que nele se contém” (Carvalhosa, *Comentários*, cit. na nota 128, p. 249).

deradas valores mobiliários é a sua submissão à disciplina da CVM, ao passo que as demais se sujeitam à fiscalização do Banco Central.¹³⁴ Isso, entretanto, somente ocorre se os ativos que compõem o fundo forem títulos incluídos no elenco de valores mobiliários. É o caso, por exemplo, das cotas de fundos de investimento em ações.¹³⁵

Se a carteira do fundo se constituir apenas por ativos que não sejam valores mobiliários, suas cotas estarão excluídas da disciplina do mercado de capitais. É o exemplo dos fundos de investimento em títulos públicos. Como já visto, esses ativos, por força do art. 2º, § 1º, I, da Lei n. 6.385/1976, estão excluídos do rol de valores mobiliários, de forma que as cotas de tal fundo de investimento também não se consideram valores mobiliários.

Na hipótese intermediária de um fundo multicarteira, composto por valores mobiliários e títulos da dívida pública, suas cotas serão classificadas como valores mobiliários sujeitos à disciplina da lei do mercado de capitais apenas se aqueles instrumentos compuserem mais de 51% da carteira.¹³⁶

Um ponto que afasta as cotas de fundos de investimento dos demais valores mobiliários é o fato de que nem todas são negociáveis. Apenas o são as de fundos fechados, que são aqueles cujo resgate somente pode ocorrer ao término de seu prazo de duração. As cotas de fundos abertos, em que os participantes podem solicitar o resgate de sua aplicação a qualquer tempo, não se prestam a ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal (Instrução CVM n. 409/2004, art. 12, *caput*).

134. Eizirik, “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 96, p. 76.

135. *Idem*, p. 75.

136. Art. 13, § 5º, do Regulamento anexo à Circular n. 2.616/1995 do Banco Central, com redação dada pela Circular n. 2.958/2000.

3.2.1.1 Cotas de fundos imobiliários

As cotas de fundos imobiliários representam espécie das cotas de fundos de investimento, com uma diferença: enquanto estas somente se consideram valores mobiliários quando a carteira do fundo se compuser de títulos da mesma natureza, aquelas são sempre valores mobiliários, apesar de seus ativos subjacentes – os bens imóveis – não serem valores mobiliários.

Os fundos imobiliários foram instituídos pela Lei n. 8.668/1993 e regulamentados pela Instrução n. 205/1994 da CVM. A lei define-os como uma comunhão de recursos captados no mercado de valores mobiliários destinada à aplicação em empreendimentos imobiliários, sem personalidade jurídica (art. 1º), sendo seu patrimônio co-propriedade de todos os cotistas (Instrução CVM n. 205/1994, art. 2º).

A diferença entre os fundos imobiliários e os fundos de investimento financeiros refere-se aos bens que compõem a carteira de uns e de outros. No caso dos primeiros, os recursos captados deverão ser aplicados em negócios imobiliários, não sendo admitida, a não ser em caráter temporário, outras formas de aplicação.¹³⁷ Já no caso dos últimos, a carteira pode acomodar vasta gama de ativos, desde que negociáveis no mercado financeiro, sejam valores mobiliários ou não.

3.2.2 Cotas de clubes de investimento

O clube de investimento é um condomínio constituído por pessoas naturais para a aplicação de recursos comuns em valores mobiliários. Nos termos da Instrução n. 40/1984 da CVM, sua carteira deve compor-

137. A Instrução n. 205/1994 admite o investimento de parcela do patrimônio do fundo imobiliário que, temporariamente, não esteja aplicada em empreendimentos imobiliários em quotas de fundos de investimento financeiros, em quotas de fundos de renda fixa e/ou em títulos de renda fixa, até o limite máximo de 25% (art. 6º).

se de, no mínimo, 51% de ações, bônus de subscrição e debêntures conversíveis em ação, de emissão de companhias abertas (art. 1º, § 1º). Somente estará sujeito à disciplina do mercado de capitais o clube vinculado a sociedade corretora, distribuidora ou banco de investimento (art. 1º, *caput*).

As cotas correspondem a frações ideais do patrimônio do clube de investimento, sendo sempre consideradas valores mobiliários, ainda que, hipoteticamente, a carteira fosse composta exclusivamente por papéis de renda fixa, como títulos da dívida pública¹³⁸ – o que, de resto, não é possível, em virtude da imposição da Instrução n. 40/1984 de que a carteira seja composta por um mínimo de valores mobiliários. Nesse aspecto, note-se que o tratamento dado aos clubes de investimento é diverso do estabelecido para os fundos de investimento, sem que haja uma razão clara para isso.¹³⁹

3.3 Contratos de investimento coletivo

Os contratos de investimento coletivo são todos os títulos ou contratos que, quando ofertados publicamente, gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros (Lei n. 6.385/1976, art. 2º, IX).

Os termos amplos em que sua conceituação legal está vazada, à semelhança da definição desenvolvida pelos tribunais norte-americanos,¹⁴⁰ permite o enquadramento

de um número ilimitado de negócios ofertados ao público com o objetivo de captar poupança popular para o desenvolvimento de um empreendimento.¹⁴¹

A seguir, serão estudados detidamente os aspectos de maior interesse interpretativo relacionados a esse conceito.

a) “*Títulos ou contratos*”. Os instrumentos de investimento coletivo podem assumir a forma de títulos ou contratos, isso é, podem derivar de declarações unilaterais de vontade que confirmam a seu destinatário um direito e se materializem numa cártula (títulos) ou de negócios jurídicos cuja constituição dependa da manifestação de vontade de mais de um sujeito (contratos).

Ao se referir a “títulos ou contratos”, o legislador inspirou-se diretamente no *Howey test*, que menciona constituir *security* qualquer “contrato, transação ou esquema” que preencha os demais requisitos da definição jurisprudencial. Assim como com as *securities*, a expressão *títulos ou contratos* possui significado amplo, englobando todo e qualquer negócio jurídico que, independentemente de sua forma, atenda às demais características do conceito legal, isso é, que, de maneira geral, constitua investimento avaliável em dinheiro em um empreendimento comum com finalidade lucrativa, sendo o empreendimento conduzido exclusivamente pelo lançador ou por terceira pessoa.

b) “*Quando ofertados publicamente*”. A oferta ou negociação em mercado não é elemento essencial aos valores mobiliários, de forma que a publicidade não é critério para se considerar um instrumento como tal. Ela é, isto sim, requisito para que o valor mobiliário se sujeite ao regime le-

138. Eizirik, “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 96, p. 75.

139. Idem.

140. Compare-se a definição da lei brasileira com a *Howey definition* da Suprema Corte norte-americana (*supra*, item II, 3.2.1): “um contrato de investimento, para os fins do *Securities Act*, compreende todo contrato, transação ou esquema por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e é levada a esperar lucros advindos exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de um terceiro”.

141. Em relação à experiência norte-americana, Loss afirma que o catálogo de empreendimentos caracterizáveis como *investment contract* é tão variado quanto a imaginação dos empreendedores, incluindo desde esquemas envolvendo animais até participações em barcos pesqueiros, máquinas de venda, parquímetros, cemitérios e plantações a serem cultivadas e comercializadas pelo empreendedor (*Securities Regulation*, cit. na nota 41, pp. 319-20).

gal de proteção ao investidor, dado que a essência do conceito de valor mobiliário reside na sua função econômica de servir de instrumento para a captação de recursos para a aplicação em empreendimentos de risco e na sua negociabilidade, seja pública ou privada (*infra*, item IV, 6).

Quanto aos contratos de investimento coletivos, a lei dispõe especificamente que somente se submeterão a seu regime quando ofertados publicamente. Quando não, continuarão sendo valores mobiliários, já que permanecerão com a função de instrumentar a busca de investimento e com as características que lhe conferem mobilidade, porém não estarão sujeitos à disciplina do mercado de capitais.

c) “*De investimento coletivo*”. À semelhança do conceito norte-americano, *investimento*, para fins de se caracterizar o instrumento em exame, significa *aporte de capital* para a realização de um empreendimento, podendo ser em espécie ou mediante entrega de bens suscetíveis de avaliação econômica. De notar que esse investimento não é individual, mas *coletivo*, no sentido de que envolve a contribuição de uma pluralidade de indivíduos.¹⁴²

d) “*Que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços*”. Para se caracterizar o contrato de investimento coletivo, o aporte de capital realizado deve ter por objetivo o recebimento de uma vantagem economicamente apreciável. Tal vantagem, nos termos da lei, pode ser concedida sob a forma de participação nos ganhos, de parceria ou de remuneração fixa, podendo ser auferida, inclusiva, sob a forma de prestação de serviços.

e) “*Cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros*”. Este requisito é réplica da fórmula norte-americana. O titular de contratos de investimento é simples prestador de capital, sem participar da gestão do empreendimento.

Esse fato é o fundamento da intervenção estatal protetora no mercado de capitais, já que, se estivesse em condição de interferir nos rumos do negócio para proteger seu patrimônio, o investidor prescindiria dessa tutela.¹⁴³

3.3.1 Certificados de investimento em obras audiovisuais

Os certificados de investimento em obras audiovisuais podem ser considerados espécies de contratos de investimento coletivo, haja vista preencherem o tipo descrito no art. 2º, IX, da Lei n. 6.385/1976.

Esses instrumentos foram criados pela Lei n. 8.685/1993 como forma de incentivo à aplicação de recursos na produção cinematográfica nacional. Dispunha referida lei que, até o exercício fiscal de 2003, inclusive, os contribuintes poderiam deduzir do imposto de renda as quantias despendidas com a aquisição de cotas representativas de direitos de comercialização sobre as obras audiovisuais cinematográficas brasileiras de produção independente previamente aprovadas pelo Ministério da Cultura (art. 1º, *caput*). A responsabilidade dos titulares limitava-se à integralização das cotas subscritas (art. 1º, *caput*).

Posto haver cessado a isenção fiscal ao fim do ano de 2003, permanecem em existência os títulos de investimento em obras audiovisuais.

3.4 Contratos derivativos

Os contratos derivativos são instrumentos financeiros cujo valor é fixado tendo como referência o valor de outro bem ou ativo financeiro, tais como uma *commodity*, um índice de mercado, uma taxa de

143. Em termos econômicos, o fundamento da intervenção estatal é o fenômeno da dissociação entre a propriedade e o controle da riqueza. Percebe-se bem sua ocorrência nos contratos de investimento coletivo, em que a riqueza pertence a um sujeito – o investidor –, ao passo que o seu controle cabe a outro – o empreendedor ou terceiros (cf. nota 36).

142. Verçosa, “A CVM...”, cit. na nota 94, p. 98.

câmbio, de juros ou outro contrato derivativo. Marcos Paulo de Almeida Salles define-os como “negócios jurídicos realizados em determinados mercados, nos quais a formação dos preços do objeto é derivada, decorrente dos preços do mesmo objeto em outros mercados”.¹⁴⁴ São negociados no mercado futuro e têm como função econômica básica propiciar o *hedge*, ou seja, proteção contra riscos de variação de preços.

A principal função do mercado de derivativos não é propiciar a circulação de mercadorias e ativos financeiros, mas sim assegurar aos agentes econômicos que desempenhem atividades sujeitas a algum tipo de risco um mecanismo eficaz de proteção contra a possibilidade de variações futuras de preço. Nesse mercado, os objetos de negociação não são os bens, tangíveis ou intangíveis, que servem de referência aos contratos neles negociados, mas sim um ente que também possui valor econômico: o *risco*.¹⁴⁵

O mercado futuro operacionaliza-se nas Bolsas de Mercadorias e Futuros. Em seus primórdios, as operações a futuro restringiam-se aos negócios sobre matérias-primas e produtos alimentícios, principalmente cereais. A partir da década de 1970, surgiram os negócios futuros sobre ativos financeiros, inclusive sobre valores mobiliários. De acordo com os tipos de bens objeto dos contratos derivativos, distinguem-se nos mercados futuros dois segmentos bem diferenciados: o mercado de *commodities* (*commodity futures*) e o mercado de ativos financeiros (*financial futures*). Este último subdivide-se em três outros mercados: o de futuros cambiais (*currency futures*), o de títulos de renda fixa (*interest rate futures*) e o de índices repre-

sentativos de carteira de ações (*stock index futures*).¹⁴⁶

As operações com derivativos são concluídas para liquidação em data futura. As partes celebram-nas porque conhecem a possibilidade de variação de preço do ativo subjacente entre a data do fechamento da operação e o momento de sua liquidação. Um dos contratantes, o *hedger*, busca proteção contra a variação de preços. O outro, o *especulador*, vê nessa mesma variação uma possibilidade de auferir ganhos e aceita tomar os riscos dos quais o *hedger* tenta se proteger. No termo final do contrato, uma das partes paga à outra o valor correspondente à variação do preço ocorrida desde o fechamento. Trata-se da chamada *liquidação por diferença*, muito mais usual do que a entrega efetiva da mercadoria (*cash delivery*). Nisso diferem as operações *a futuro* das chamadas operações *a termo*: aquelas podem ser liquidadas por diferença, ao passo que estas somente se cumprem mediante a entrega física do objeto da prestação.¹⁴⁷

146. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “Hedging com futuros de índices representativos de ações”, *RDM* 124/218-219, 2001.

147. Oscar Barreto Filho, “As operações a termo sobre mercadorias”, *RDM* 29/12, 1978. Questão que durante muito tempo ocupou o debate doutrinário referia-se a saber se a obrigação oriunda dos contratos diferenciais constituía obrigação civil ou natural, ou seja, se era ou não juridicamente exigível. Isso porque o art. 1.479 do Código Civil de 1916 equiparava ao jogo os contratos de bolsa em que se estipulasse a liquidação *exclusivamente* pela diferença entre o preço ajustado e a cotação na data de vencimento. Como a obrigação oriunda do contrato de jogo não era (e continua não sendo, sob o Código Civil de 2002) juridicamente exigível, isso significava que os contratos futuros também não o eram, a menos que previssem para o credor a possibilidade de liquidação em espécie. Essa disposição, que representava um entrave ao desenvolvimento do mercado futuro brasileiro rumo à abstração total, foi revogada pelo Código Civil de 2002, que, em seu art. 816, determina que as disposições referentes ao jogo e à aposta não se apliquem aos mesmos contratos a que outrora se aplicavam. Dissiparam-se, assim, as dúvidas existentes.

144. *O Contrato Futuro*, São Paulo, Cultura, 2000, p. 40.

145. Carlos Augusto da Silveira Lobo, “Os mercados futuros”, *RDM* 124/150, 2001; Nelson Eizirik, “Negócio jurídico de *hedging*”, *RDM* 90/14, 1993.

O negócio jurídico de *hedging* baseia-se na dinâmica dos movimentos de preços observados nos mercados à vista e a futuro. Quando tais movimentos são paralelos, é possível que a assunção de uma posição no mercado futuro igual e oposta à mantida no mercado à vista compense eventuais perdas observadas neste mercado.¹⁴⁸

Para ser bem sucedido, entretanto, o *hedging* depende da existência de um sistema que possibilite aos contratantes desfazerem-se das posições assumidas com facilidade. Pressupõe, pois, a existência de mecanismos que garantam a liquidez do mercado. O primeiro desses mecanismos é a padronização dos contratos, que assegura a sua fungibilidade, permitindo que a saída do mercado se dê pela aquisição de uma posição inversa à originalmente assumida, operando-se a compensação entre ambas. O segundo mecanismo é a existência de caixas de compensação e liquidação (*clearing houses*), que centralizam os negócios e garantem a boa liquidação dos contratos, atuando como compradora dos vendedores e como vendedora dos compradores.¹⁴⁹

148. Confirma-se, a este propósito, a lição de Eizirik: "Para se proteger contra o risco da variação de preços os agentes econômicos que atuam no mercado físico de determinada mercadoria assumem, no mercado futuro, uma posição igual e inversa àquela que mantêm no mercado à vista. Se os movimentos de preços são paralelos entre si, o ganho auferido em um mercado compensa a perda ocorrida em outro, permitindo assim aos agentes a manutenção de sua remuneração normal" ("Negócio jurídico...", cit. na nota 145, p. 13).

149. Lobo, "Os mercados futuros", cit. na nota 145, p. 148. Devido à necessidade de liquidez para a obtenção da proteção almejada, costuma-se dizer que não é possível celebrar o negócio que dará origem ao *hedging* fora do ambiente de Bolsa, pois não haveria liquidez suficiente para assegurar a possibilidade de reversão de posições – a chamada *saída* do mercado. Nos Estados Unidos, é até mesmo vedada a negociação privada de contratos futuros (Nelson Eizirik, "Aspectos jurídicos dos mercados futuros", *RDM* 81/27, 1991). Na verdade, o *hedging* praticado fora do ambiente das bolsas de valores é possível, porém não de forma massificada. Dois agentes isolados podem, p. ex., celebrar contratos a termo, sen-

Apesar de a lei não fornecer uma definição do que sejam os contratos derivativos, a doutrina econômica e jurídica costuma enumerar como suas espécies o contrato a termo, o contrato futuro, as opções e os *swaps*.¹⁵⁰

3.4.1 Contratos a termo

O contrato *a termo* (*forward*) é celebrado para execução diferida, ou seja, nele o pagamento se dá em momento posterior à celebração da avença. Difere do contrato à *vista* em que, neste, o negócio jurídico é celebrado para cumprimento imediato, isso é, o pagamento é simultâneo à celebração, não mediando intervalo entre ambos. Tanto num caso como noutro, porém, a prestação é fixada no momento da celebração e não pode ser alterada ao arbítrio de uma das partes ou por fatores estranhos à avença.

O contrato a termo é o instrumento de *hedging* por excelência e pode ser operado em bolsa, no mercado de balcão ou por negociação privada.¹⁵¹ Sua simplicidade, porém, levou-o a ser superado por instrumentos de maior sofisticação, mais adequados à crescente complexidade do mercado financeiro.¹⁵²

3.4.2 Contratos futuros

Os contratos futuros são o instrumento de *hedging* mais frequentemente utilizados na atualidade. Assim como as operações a termo, são celebrados para cumprimento diferido, com o estabelecimento antecipado de um preço. A diferença entre ambos reside em que, enquanto no negócio

do o objetivo de um deles partes obter *hedge*. Trata-se, por óbvio, de mecanismo rudimentar de *hedging*, incomparável à sofisticação das operações difusas que têm lugar na prática bursátil atual.

150. Almeida Salles, *O Contrato Futuro*, cit. na nota 144, p. 40.

151. Satiro, *Regime Jurídico*, cit. na nota 14, p. 24.

152. Lobo, "Os mercados futuros", cit. na nota 145, p. 148.

jurídico a termo a prestação a ser cumprida é a que foi originalmente fixada pelas partes, no contrato futuro a prestação corresponde à diferença entre o preço estabelecido previamente e o efetivamente registrado no mercado à vista no momento da liquidação.¹⁵³ Assim, o contrato futuro é duplamente aleatório, porque não se podem prever o valor da prestação nem o sujeito a quem ela corresponderá.

A proteção fornecida pelo contrato futuro deriva justamente dessa dupla álea. Mas a eficiência desse contrato em proporcionar o *hedge* depende de que exista uma outra operação, à vista ou a termo, cujo valor se pretenda manter face à oscilação de preços, de forma que as perdas sofridas nesta operação sejam compensadas pelos ganhos obtidos a futuro.

Assim, o *hedge* com contratos futuros é obtido mediante a celebração de dois contratos de compra e venda do ativo subjacente – um, à vista, e outro, a futuro – pela parte que busca transferir riscos (o *hedger*), nos quais esta assume posições contrapostas, de vendedor e de comprador, de forma a compensar possíveis perdas advindas da variação de preços.¹⁵⁴ O *especulador*, por sua vez, é o agente que, movido pela expectativa de lucro, aceita assumir os riscos de variação de preços e celebra o contrato futuro com o *hedger*. Como o preço do ativo no futuro pode diferir do preço fixado

pelos partes, ocorre um processo de *transferência de riscos* entre elas.¹⁵⁵

O *hedging* com futuros não constitui, pois, um esquema formal unitário, já que se perfaz pela justaposição de dois contratos de compra e venda, um no mercado à vista e outro no mercado futuro. Ademais, entre tais contratos não existe nenhum liame jurídico, mormente porque, em geral, são celebrados pelo interessado com pessoas diferentes. O que os une é um elemento meramente factual, de natureza econômica, consistente na já afirmada função de cobertura de riscos.¹⁵⁶

3.4.3 Opções

Trata-se de contratos preliminares pelos quais uma parte (o titular) adquire, mediante pagamento (prêmio), o direito potestativo de celebrar ou não com a contraparte determinado contrato de compra e venda de um ativo em data futura e por preço prefixado.¹⁵⁷ Na data avençada, o titular pode

155. Eizirik, “Aspectos jurídicos...”, cit. na nota 149, p. 24.

156. “Não se pode, portanto, falar de um contrato unitário de *hedging*, porém de uma figura extracontratual, que se define como uma operação econômica complexa, envolvendo dois contratos completos de venda a termo” (Barreto Filho, “As operações a termo...”, cit. na nota 147, pp. 13-14).

157. Não obstante prestigioso entendimento de que se trata de negócios jurídicos unilaterais (Rachel Sztajn, “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas”, *RDM* 105/68, 1997) entendemos que as opções são contratos devido à necessidade de que, para sua gênese, haja uma convergência de vontades. No mesmo sentido, Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil*, III, 11ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2004, pp. 45, 84 e 197. Esse autor, entretanto, entende que a opção é contrato preliminar *unilateral*, já que “gera obrigações para uma das partes, ao passo que a outra tem a liberdade de efetuar ou não o contrato, conforme suas conveniências” (idem, p. 84). Tal entendimento afigura-se correto no que tange à opção *gratuita*, que gera obrigação apenas para uma das partes, consistente em celebrar o contrato definitivo se esta for a vontade do outro contratante. No se que se refere à opção *onerosa*, contudo, cuida-se de contrato preliminar *bilateral*, haja vista a existência de deveres de

153. Para Satiro (*Regime Jurídico*, cit. na nota 14, p. 26), a principal diferença entre os contratos a termo e os futuros é a existência, em relação a estes, do *ajuste diário*. Tal ajuste, porém, é decorrência da possibilidade de liquidação por diferença, uma vez que os depósitos realizados ao fim de cada dia nada mais são do que um adiantamento da diferença a ser adimplida na data do vencimento, cuja previsibilidade é razoavelmente possível. Assim, na verdade, o que está à base da diferença entre *forwards* e *futures* é a possibilidade de liquidação por diferença, sendo o ajuste diário decorrência dessa possibilidade.

154. Barreto Filho, “As operações a termo...”, cit. na nota 147, p. 12; Almeida Salles, *O Contrato Futuro*, cit. na nota 144, p. 60; Eizirik, “Negócio jurídico...”, cit. na nota 145, p. 14.

exercer ou não sua opção, conforme lhe pareça conveniente à vista das condições de mercado.

As opções diferem dos bônus de subscrição por sua natureza jurídica. Enquanto estes são instrumentos representativos da obrigação unilateral da companhia de admitir a subscrição de suas ações,¹⁵⁸ aquelas constituem contratos preliminares que têm por objeto a celebração de um contrato de subscrição ou de compra de ações, cuja efetivação dependerá apenas da vontade de seu titular.¹⁵⁹

No caso de o titular haver adquirido uma opção de compra (*call*), se, na data de vencimento, o preço do ativo estiver maior do que o avençado na opção, será vantajoso exercê-la e adquirir o ativo pelo preço pré-fixado. Da mesma forma, se a opção adquirida tiver sido de venda (*put*) e, no vencimento, o preço do ativo estiver menor do que o pré-fixado, seu titular lucrará exercendo a faculdade de venda. No caso de o preço na data de vencimento ser desfavorável ao exercício da opção, bastará ao titular não exercê-la, perdendo, com isso, apenas o valor pago como prêmio.¹⁶⁰

3.4.4 "Swaps"

Cuida-se de contratos pelos quais as partes trocam entre si o resultado da varia-

prestação recíprocos: uma das partes obriga-se a firmar o contrato definitivo, ao passo que a outra se compromete a pagar o prêmio ajustado. O único aspecto de unilateralidade presente em todas as opções, gratuitas ou onerosas, reside em que a decisão sobre exercer ou não o direito adquirido cabe com exclusividade ao seu titular. É mais correto, pois, falar em *potestatividade*, e não em unilateralidade. Conclui-se, pois, que a opção é um contrato preliminar unilateral, quando gratuito, ou bilateral, quando oneroso, que tem por objeto a outorga de um direito potestativo de firmar ou não o negócio definitivo.

158. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, II, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 1998, p. 16.

159. Idem, pp. 15-16.

160. Satiro, *Regime Jurídico*, cit. na nota 14, pp. 28 e 29.

ção da cotação de certo ativo em função de diversos índices ou taxas pré-determinadas. Sua função é resguardar as partes contra perdas decorrentes da variação do índice ou da taxa considerada. Em geral, são específicos para cada caso concreto, o que lhes retira a possibilidade de padronização e, por isso, os afasta dos mercados de bolsa.¹⁶¹

3.4.5 Derivativos no direito brasileiro

No Brasil, até o advento da Lei n. 10.303/2001, a fiscalização do mercado de derivativos dividia-se entre a CVM e o Banco Central. Aquela detinha competência sobre os derivativos referenciados em valores mobiliários, enquanto este era competente para regular os contratos referenciados em *commodities* e nos demais ativos financeiros. Porém, com a nova redação do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, dada por aquela lei, todos os derivativos, sem exceção, passaram a ser considerados valores mobiliários sujeitos à disciplina da CVM.

Interessante notar que, devido à inclusão de todos os contratos derivativos no rol do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, o conceito brasileiro de valor mobiliário passou a ser mais amplo do que o conceito norte-americano de *security*. Isso porque, como já visto, nos Estados Unidos os únicos derivativos definidos como *securities* são as opções referenciadas em outras *securities*, em índices de preço ou na taxa de câmbio (estas últimas, desde que negociadas em bolsa de valores). Os demais são considerados *commodities* e, como tais, regulados pela *CFTC*, e não pela *SEC* (*supra*, item II, 3.2.3, *fine*).

4. A negociabilidade pública é elemento essencial aos valores mobiliários?

Questão importante para a identificação do conceito de valor mobiliário é saber

161. Idem, p. 27.

se a negociabilidade pública constitui um de seus caracteres essenciais, de forma que os instrumentos previstos no rol do art. 2º da Lei n. 6.385/1976 e nas leis esparsas só possam ser assim considerados quando transacionados em mercado. Fixemos desde já nossa posição: os caracteres que permitem a um instrumento financeiro ser considerado valor mobiliário verificam-se independente de a forma de negociação ser pública ou privada. A negociação em mercado tem como consequência fazer incidir a ação estatal fiscalizadora, mas não é o que torna o instrumento um valor mobiliário, isso é, não participa de sua natureza jurídica.

Não há dúvida de que o fundamento da disciplina jurídica do mercado de capitais é a proteção ao público investidor, sujeito a ofertas de investimento de risco que podem levá-lo a perdas patrimoniais consideráveis. Nesse sentido, a situação de vulnerabilidade do prestador de recursos, oriunda do fato de estar completamente alheio ao controle do destino que seu investimento possa ter, é pressuposto da disciplina regulatória dos valores mobiliários. Isso significa que a intervenção estatal nesse âmbito apenas se justifica quando haja risco à poupança popular, o que só ocorre quando esses instrumentos são negociados abertamente no mercado. Quando são objeto de negociação exclusivamente privada, esse risco não existe e, portanto, não está presente o fundamento que justifica a tutela estatal.

Isso explica por que o objeto de disciplina da Lei n. 6.385/1976 se restringe às atividades realizadas *no mercado* – isso é, de maneira pública, quer em bolsa de valores ou de futuros, quer no mercado de balcão – e, no que se refere às sociedades anônimas, às de capital *aberto*,¹⁶² conforme se depreende, respectivamente, de seu art.

162. Consideram-se abertas as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.404/1976, art. 4º, *caput*).

1º¹⁶³ e dos §§ 1º e 2º do art. 4º da Lei n. 6.404/1976, com redação dada pela Lei n. 10.303/2001.¹⁶⁴

Assim, as operações envolvendo valores mobiliários somente estarão sujeitas ao registro prévio na CVM de que trata o art. 19 da Lei n. 6.385/1976 se forem realizadas publicamente. Se os instrumentos não forem distribuídos no mercado, não estarão sujeitos ao regime dessa lei, não obstante continuem portadores das características que lhes conferem o *status* de valores mobiliários. Nesse sentido é o magistério de Almeida Salles: “De plano se destaca que a lei se preocupou com os valores mobiliários sujeitos ao seu regime, nos levando a crer que poderia haver outros – e os há – que não estão sujeitos aos ditames dessa lei, pois, conforme o art. 1º da Lei 6.385/1976, por ela apenas são disciplinadas e fiscalizadas as atividades de emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; valendo dizer que as emissões de valores mobiliários feitas por sociedades anônimas fechadas, que se não pretendam valer da Bolsa ou do balcão para a correspondente colocação, não se devem sujeitar à disciplina da Lei 6.385/1976”.¹⁶⁵

Esse entendimento é confirmado pelo art. 4º, *caput*, da Lei n. 6.404/1976, que

163. “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; VII – a auditoria das companhias *abertas*; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.”

164. “Art. 4º. (...) § 1º. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. § 2º. Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.”

165. “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 97, p. 125.

dispõe serem consideradas companhias abertas aquelas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão, dando a entender que há valores mobiliários que não são negociados no mercado de capitais (bolsa de valores ou mercado de balcão), mas que nem por isso podem ser desconsiderados como tais.

Compartilhando a mesma opinião, De Lucca é enfático em apontar que a negociação pública não é traço característico dos valores mobiliários, tanto do ponto de vista semântico quanto do legal. Sob o primeiro aspecto, a expressão *valor mobiliário* refere-se apenas a bens móveis, em oposição aos imóveis, sem remeter à necessidade de negociação em mercado. Sob o ângulo legal, a própria redação do art. 1º, I, da Lei n. 6.385/1976 permite inferir a possibilidade de que existam valores mobiliários que não sejam distribuídos em mercado e que, por isso, não se sujeitam ao regime da lei.¹⁶⁶

Em sentido diverso, Carvalhosa entende que a negociabilidade pública é elemento essencial ao conceito de valor mobiliário, de forma que, não havendo captação de recursos junto ao público, não há valor mobiliário.¹⁶⁷ Em sua visão, entretanto, basta a potencialidade de negociação pública, e não a efetividade da distribuição massificada, para que se dê essa caracterização. Seria o caso, por exemplo, do direito de preferência à subscrição de ações, direito esse que, posto subjetivamente uno a favor do acionista, poderia desdobrar-se em milhares de direitos negociados em bolsa,

abrangendo parte dos ou todos os direitos decorrentes das ações por ele possuídas.¹⁶⁸

Como se vê, a doutrina não é pacífica em determinar se a negociabilidade pública é ou não requisito dos valores mobiliários. De nossa parte, entendemos, tal como Almeida Salles e De Lucca, que a efetiva negociação pública não é requisito essencial aos valores mobiliários, mas sim a potencialidade de serem negociados em massa. Porém, tomamos o termo *potencialidade* em sentido diverso do empregado por Carvalhosa. Para nós, o que qualifica os valores mobiliários é a possibilidade de virem a ser ofertados ao público, uma vez cumpridas as exigências legais para tal. Isso porque, mesmo que não sejam negociados em mercado, esses instrumentos não perdem sua função típica de instrumentar a captação de investimentos em atividade de risco ou de propiciar proteção contra variação de preços. Tampouco se despem dos caracteres que lhes permitem ser negociados livremente, conquanto não em mercado.

Isso quer dizer que nenhuma alteração ontológica ocorre nos valores mobiliários quando não são negociados em mercado. Apenas não atraem a proteção estatal conferida ao público investidor. Não deixam, entretanto, de ser valores mobiliários. Daí se infere que o requisito de ser objeto de negociação pública não é essencial ao conceito de valor mobiliário, sendo apenas a condição para submeter os instrumentos que o compõem à disciplina legal específica do mercado de capitais.

5. A questão dos valores mobiliários como títulos de crédito

Antes de penetrarem o direito positivo brasileiro, os valores mobiliários eram estudados dentro da teoria dos títulos de crédito, em razão de preencherem, de ma-

166. *Aspectos da Teoria*, cit. na nota 111, pp. 36-37. Não obstante entenda poderem existir valores mobiliários que não se sujeitem à Lei n. 6.385/1976, De Lucca reconhece que a intenção do legislador foi considerá-los como instrumentos que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção específica. Dessa forma, o sistema de proteção estatal somente se justifica quanto ocorra a negociação pública desses instrumentos.

167. *Comentários*, cit. na nota 128, p. 50.

168. *Idem*.

neira geral, os requisitos essenciais a estes – cartularidade, literalidade e autonomia.¹⁶⁹ Por isso, quando a lei contemplou o conceito de valor mobiliário, a doutrina logo o situou na disciplina dos títulos de crédito. Mas, se esse entendimento era facilmente compartilhado no que respeita a algumas espécies de instrumentos, dúvidas pairavam sobre outros tipos, e só mediante concessões é que se poderia inseri-los todos na categoria dos títulos de crédito.¹⁷⁰

Quando a Resolução n. 39/1966 do CMN, ao preencher o conteúdo da expressão *títulos ou valores mobiliários* contida na Lei n. 4.728/1965, nela incluiu alguns instrumentos que eram tradicionalmente considerados títulos de crédito, como as ações e obrigações de emissão das sociedades anônimas, surgiu a necessidade lógica de se desvendar qual a relação entre os valores mobiliários e os títulos de crédito. Diante desse quadro, surgiram duas correntes de pensamento. Para a primeira, a categoria dos títulos de crédito seria o gênero do qual os valores mobiliários seriam uma das espécies. Para a segunda, haveria uma relação entre ambos os grupos, os quais, apesar disso, traduziriam realidades diversas.

À primeira corrente pertencia Philomeno Joaquim da Costa, para quem os valores mobiliários eram títulos de crédito dotados de negociabilidade, representativos de direito de sócio ou de mútuo a longo prazo,¹⁷¹ à semelhança do conceito francês de *valeur mobilière*. O autor, contudo, reconhecia a dificuldade de se considerarem todos os instrumentos contidos no rol da Lei n. 6.385/1976 como títulos de crédito. Por isso, ressaltava as ações nominativas, cuja titularidade independia da posse do

certificado para ser provada, as escriturais, que não se materializavam em um certificado, e as com circulação restringida pelo estatuto, por não contarem com liberdade de negociação.¹⁷²

Bulgarelli esposou opinião semelhante, entendendo que se podem aceitar, como títulos de crédito, as ações, as debêntures, as partes beneficiárias e seus respectivos cupons. Outros títulos societários, como os bônus de subscrição e os certificados de depósito, poderiam ser enquadrados da mesma maneira, porém não sem ressalvas. De fato, o autor reconhece que alguns desses instrumentos não se encaixam perfeitamente na clássica definição vivanteana de título de crédito, como o documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado. Não obstante, recomenda que sejam submetidos à mesma disciplina, “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”.¹⁷³

Além disso, Bulgarelli entende que o fato de a Lei n. 6.385/1976 dispor originalmente sobre a possibilidade de o CMN ampliar o rol de valores mobiliários mediante a inclusão de novos *títulos* comprova a subordinação da noção de valor mobiliário à condição de títulos de crédito.¹⁷⁴

172. *Idem*, pp. 201-2.

173. “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, 111. Outros autores, apesar de também reconhecerem a dificuldade de enquadrar todos os valores mobiliários no conceito de título de crédito, preferem sugerir modificações à teoria de Vivante, de molde a reduzir para apenas um (a autonomia) os elementos dos títulos de crédito. Nesse sentido, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira sustentam que, conquanto a ação nominativa e a escritural não sejam títulos de crédito de acordo com a definição clássica, isso não as impede de serem consideradas como tais, já que o traço fundamental desses títulos é a circulabilidade, baseada na abstração (*A Lei das SA*, Rio de Janeiro, Renovar, p. 58). No mesmo sentido, J. L. C. Rocha–M. F. Lima, “Os valores mobiliários como título de crédito”, *RDM* 119/141, 2000.

174. “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, p. 111. Contra esse posicionamento opõe-se ex-

169. Motta, *O Conceito*, cit. na nota 16, p. 81.

170. Nessa linha, Bulgarelli afirmava que o rol de valores mobiliários incluía *papéis* considerados como títulos de crédito e outros cuja natureza de título era discutível (“Os valores mobiliários...”, cit. na nota 8, p. 94).

171. *Anotações*, cit. na nota 113, pp. 197-98, nt. 1(G).

À segunda corrente de pensamento pertence De Lucca, que vislumbra nos valores mobiliários uma categoria destinada a refletir uma realidade diversa da dos títulos de crédito, não obstante os pontos de contato entre eles. Para ele, à exceção da aplicação subsidiária do endosso dos títulos cambiários aos valores mobiliários, por expressa referência legal, não haveria qualquer outra subordinação destes últimos à teoria geral dos títulos de crédito.¹⁷⁵ Essa opinião coaduna-se à de Almeida Salles, que vê como único ponto de contato entre esses institutos a forma de sua *circulação*, contato esse que se perdeu à medida que os valores mobiliários se desprenderam de seu suporte material, o que contribuiu para evidenciar sua distinção.¹⁷⁶

A principal razão de se afirmar o descabimento da aplicação da teoria dos títulos de crédito aos valores mobiliários é o fato de nem todos os instrumentos que perfazem este instituto preencherem os requisitos da cartularidade, literalidade e autonomia. Nesse sentido, veja-se magistério de De Lucca em relação às ações das sociedades anônimas: “Sempre defendemos, na verdade, que as ações nominativas da sociedade anônima – por lhes faltarem os requisitos da cartularidade, da literalidade e da autonomia – não poderiam ser consideradas títulos de crédito. Com o advento, entre nós, da Lei n. 8.021, de 1990, foram extintas as ações endossáveis e as ao por-

pressamente De Lucca, que afirma: “a expressão ‘título’, lembrada pelo Prof. Waldirio, não nos parece significar, necessariamente, analogia com ‘título de crédito’. Aliás é de lembrar-se que a palavra título não pressupõe sequer a existência de uma cártula”. E invoca Mendes Jr., para quem título é o fato em sua forma *intrínseca*, não se confundindo com o instrumento escrito (*A Cambial-Extrato*, São Paulo, Ed. RT, 1985, p. 152).

175. “As bolsas de valores...”, cit. na nota 112, p. 218. Note-se que, com a extinção dos títulos endossáveis e ao portador, operada pela Lei n. 8.201/1990, não mais se poderia sustentar qualquer subordinação dos valores mobiliários à teoria dos títulos de crédito.

176. “Os valores mobiliários...”, cit. na nota 97, p. 125.

tador, permanecendo apenas as nominativas. Chega-se à conclusão, então, de que a ação da sociedade anônima no direito brasileiro, não pode, rigorosamente falando, ser considerada um título de crédito, segundo a concepção tradicional dessa categoria especial de documentos. Lembramos, a propósito, que o saudoso Prof. Philomeno Joaquim da Costa (*Anotações às Companhias*, v. I, São Paulo, Ed. RT, 1980, p. 202), após identificar que a ação da sociedade anônima brasileira seria, em princípio, considerada um título de crédito, tanto na concepção italiana quanto na brasileira, afirma, com inteiro acerto: ‘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 nele se contém’, citando, em nota de rodapé, o Prof. Theóphilo de Azeredo Santos (...) que assim se expressara: ‘Incluir as ações nominativas entre os títulos literais, completos ou formais, abstratos e constitutivos de crédito é, a nosso ver, erro palma’. E conclui, nessa mesma nota, o Prof. Philomeno: ‘Está certo’”.¹⁷⁷

Mattos Filho segue a mesma linha, apontando a incompatibilidade da aplicação da teoria dos títulos de crédito aos valores mobiliários, já que nem todos os instrumentos classificados como tais pela Lei n. 6.385/1976 possuem os elementos essenciais cartularidade, literalidade e autonomia.¹⁷⁸

A perda da autonomia deve-se ao fato de que, nos valores mobiliários, o conteúdo do direito titularizado pode ser alterado sem o consentimento do credor, mediante decisão da assembléia dos acionistas ou dos debenturistas. Esse mesmo fato acarreta a perda da literalidade, já que a inscrição contida na cártula pode não corresponder

177. “As bolsas de valores...”, cit. na nota 112, p. 222, nt. 33.

178. Mattos Filho, “O conceito...”, cit. na nota 40, p. 35.

ao direito titularizado.¹⁷⁹ A perda da cartularidade, por sua vez, está ligada ao fato de que, diferentemente dos títulos de crédito, os direitos oriundos de um negócio jurídico envolvendo valores mobiliários não se materializam necessariamente num certificado.¹⁸⁰

Não obstante o fato de nem todos os valores mobiliários apresentarem as características essenciais aos títulos de crédito, o que constitui importante fator de afastamento, o principal traço distintivo entre essas categorias jurídicas não é de cunho formal. Com efeito, não há um elemento formal peculiar aos valores mobiliários que os distinga dos títulos de crédito. O diferencial reside, isto sim, no fato de os dois grupos carregarem uma carga semântica diversa, que não os exclui mutuamente nem estabelece entre ambos uma relação de gênero e espécie, de forma que um título de crédito poderá, em alguns casos, ser considerado valor mobiliário e, em outros, não. “Em outras palavras”, leciona De Lucca, “o que torna um papel um título de crédito é algo completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um valor mobiliário”.¹⁸¹

Esse “algo” que distancia em essência os dois grupos é a função econômica por eles desempenhada: os títulos de crédito prestam-se a mobilizar capitais e concentrar créditos por parte de tomadores singulares, ao passo que os valores mobiliários têm como finalidade a busca de poupanças individuais, tornando-se objeto de investimento por parte de seus tomadores.¹⁸²

Observa-se, pois, que a classificação de determinado instrumento como título de crédito diz apenas com os caracteres formais do mesmo. Trata-se de afirmar que o instrumento constitui o documento neces-

sário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido. Já a classificação como valor mobiliário implica considerar a função econômica do instrumento, de onde se infere que todo título de crédito pode, em tese, ser valor mobiliário, mas nem todo valor mobiliário é, necessariamente, um título de crédito (por exemplo, as cotas de fundos de investimento e os contratos de investimento coletivo).¹⁸³

6. Afinal, que é valor mobiliário?

Uma vez estudados os valores mobiliários em espécie e enfrentadas as questões acerca de sua negociabilidade pública e de sua relação com os títulos de crédito, chega o momento de delimitar o seu conceito jurídico.

Por todo o visto até aqui, podem-se apontar os seguintes elementos cuja presença simultânea no mesmo instrumento financeiro o torna um valor mobiliário. Trata-se (a) da função econômica de instrumentar a captação de recursos para a consecução de empreendimento com fim lucrativo ou a obtenção de proteção contra riscos de variação de preços (*hedge*), (b) do risco potencial à poupança pública, (c) da negociabilidade e (d) da liberdade de forma.

Com base nesses caracteres essenciais, é possível conceituar os valores mobiliários como *instrumentos negociáveis de forma livre que instrumentam a captação de recursos para a consecução de empreendimentos com fim lucrativo ou a obtenção de proteção contra riscos de variação de preços (“hedge”), com risco potencial à poupança pública.*

Focalizemos cada um dos aspectos em que se desdobra esse conceito.

6.1 Função econômica

A função econômica desempenhada por todas as espécies de valores mobiliários

179. *Idem.*

180. *Idem.*, p. 46.

181. *Aspectos da Teoria*, cit. na nota 111, p. 37.

182. Mattos Filho, “O conceito...”, cit. na nota 40, pp. 46-47; Carvalhosa, *Comentários*, cit. na nota 128, pp. 49-51; De Lucca, “As bolsas de valores...”, cit. na nota 112, pp. 219-20.

183. De Lucca, *Aspectos da Teoria*, cit. na nota 111, p. 37; Mattos Filho, “O conceito...”, cit. na nota 40, pp. 46-47.

rios, à exceção dos contratos derivativos, é a de servir de instrumento para a captação de recursos a serem aplicados em um empreendimento com vistas ao lucro. Nos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas, o empreendimento a ser perseguido é a atividade empresarial, entendida nos termos do art. 966, *caput*, do Código Civil. Nos contratos de investimento coletivo, é, genericamente, qualquer empreendimento gerido pelo ofertante ou por terceiros. Nos fundos e clubes de investimento, é a gestão e a administração de uma massa patrimonial cuja valorização permita auferir ganhos econômicos.

Em relação aos derivativos, diferentemente, a necessidade econômica que justifica sua existência é a proteção contra o risco de variação de preços, e não a captação de recursos para o desenvolvimento de uma atividade lucrativa. No negócio jurídico de *hedging*, o lucro surge de maneira incidental, mediante a atividade de especulação. A geração de lucro não é sua principal função, de forma que, se não houver quem esteja procurando se proteger do risco, não haverá lugar para a emissão de derivativos e, conseqüentemente, para a especulação e o lucro.¹⁸⁴

Aliás, essa diferença funcional fundamenta a principal crítica que se faz à reunião dos derivativos e dos instrumentos de captação de recursos sob a rubrica de valores mobiliários, sob o argumento de 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 o risco e volatilidade”.¹⁸⁵

Em virtude da peculiar função econômica desempenhada pelos derivativos em

relação aos demais valores mobiliários, preconiza-se a adoção de formas de regulação adequadas às suas especificidades, com a criação de uma agência administrativa que pautе sua atuação pelos objetivos próprios do mercado futuro, diversos que são dos objetivos do restante do mercado de valores mobiliários. O modelo regulatório ideal seria, assim, o norte-americano, em que a SEC fiscaliza o mercado de *securities* e a CFTC, o de *commodities*.¹⁸⁶

A esse entendimento opõe-se Eizirik. Para ele, anteriormente à reforma realizada pela Lei n. 10.303/2001, o mercado de derivativos era carente de uma disciplina adequada. Para suprir tal carência, porém, não seria necessário criar uma nova agência, bastando a ampliação do conceito de valor mobiliário, de sorte a abranger os instrumentos negociados no mercado futuro e colocá-los sob a regulamentação e fiscalização da CVM.¹⁸⁷

De fato, não há incompatibilidade entre a disciplina requerida pelos contratos derivativos e a já existente para os demais valores mobiliários, baseada nos poderes regulamentar e de polícia outorgados por lei à CVM. Apesar de a função econômica desses instrumentos ser diversa, isso não significa que os mercados nos quais são negociados possuam necessidades incompatíveis. Ao contrário, a dinâmica dos mercados de capitais e de derivativos é muito semelhante e, até certo ponto, interligada. Em ambos, os objetivos da disciplina jurídica estão ligados à manutenção de um ambiente livre e aberto, dotado de permanente liquidez, em que se coíbam as tentativas de manipulação, com a criação de preços artificiais e riscos sistêmicos. Nos dois casos, a regulação deve assentar-se sobre o princípio da transparência (*full and fair disclosure*).

Mattos Filho, a propósito, identifica nos derivativos vários pontos de contato

184. Isso se deve a que, nos contratos derivativos, apenas um dos participantes – o especulador – está em busca do lucro, ao passo que, nos demais valores mobiliários, tanto o fornecedor quanto o tomador de capital têm esse objetivo. O outro – *hedger* – está buscando proteção contra os prejuízos decorrentes da variação de preços.

185. Goldberg, “A Lei 10.303...”, cit. na nota 99, p. 81.

186. *Idem*, pp. 78 e 81.

187. “Aspectos jurídicos...”, cit. na nota 149, p. 35.

com os demais valores mobiliários, o que justificaria sua disciplina unitária. Esses pontos são a existência de um empreendimento comum cujo sucesso foge ao controle de uma das partes envolvidas e a identidade do objeto negociado, de forma que o desempenho do mercado à vista varia em função das perspectivas futuras e vice-versa.¹⁸⁸

Devido a essa imbricação, a má regulação desses mercados pode conduzir a resultados igualmente indesejáveis. Imagine-se, por exemplo, uma situação de aquisição maciça de ações de uma companhia por determinado investidor. Isso poderia conduzir a uma situação de *fechamento branco* do capital da empresa, com acentuada perda de liquidez das ações, em prejuízo, principalmente, dos acionistas minoritários. Disseminando-se esse tipo de prática, logo haveria o afastamento dos pequenos investidores do mercado e, conseqüentemente,

188. "O conceito...", cit. na nota 40, pp. 42-43. De acordo com esse autor, a propósito, não é correto distinguir *investimento* e *especulação*, na tentativa de opor os derivativos aos demais valores mobiliários. Na verdade, a especulação é o meio utilizado para fazer o investimento frutificar, assim como o são a associação e o empréstimo: "O investimento é feito ou a nível associativo, a título de empréstimos ou como aplicação especulativa pura. O primeiro tipo normalmente se caracteriza pela participação societária ou empreendimento comum, sendo o lucro do investimento resultante do excesso de receita sobre despesas e provisões eventualmente exigidas por lei. Já os investimentos a título de empréstimo não necessitam da ocorrência de lucro contábil para que o investimento seja remunerado, ressalvada a hipótese de quebra ou insolvência do empreendimento. Normalmente o investimento associativo não goza de garantia colateral porém, em contrapartida, é dotado de sistema coletivo de deliberação, conforme regras estabelecidas no contrato que acompanha a oferta do valor mobiliário ao público. Finalmente investimentos puramente especulativos são aqueles normalmente feitos na expectativa de futura ocorrência de variações de preço de dado valor mobiliário, mercadoria, moeda, taxa de juros, etc. Estes se materializam nos mercados futuros ou a termo de ações, de 'commodities', etc., com o objetivo de diminuir o risco de futura e brusca variação de preço, com a conseqüente menor oscilação do respectivo mercado" (idem, pp. 49-50).

as companhias teriam dificuldade de obter capital.

Dinâmica semelhante poderia ser observada no mercado de derivativos. Tome-se a situação em que um investidor alcança substancial controle sobre determinada posição compradora a futuro, com o objetivo de manipular os preços. Em tal hipótese, os detentores de posições vendedoras teriam dificuldade de liquidar seus contratos, exceto pagando preços excepcionalmente elevados.¹⁸⁹

Em ambos os casos, a regulamentação adequada imporia um limite à quantidade de títulos que cada investidor individual ou coligado poderia deter ou estabelecer a necessidade de comunicação à entidade fiscalizadora de qualquer mudança significativa em sua carteira. No caso brasileiro, a Lei n. 6.404/1976 estabelece, no art. 116-A, a necessidade de comunicação à CVM de qualquer mudança significativa na titularidade das ações da companhia emissora, visando a impossibilitar o fechamento branco do capital. As normas de autorregulamentação da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo, por sua vez, estabelecem um limite máximo ao número de posições de determinado contrato futuro que cada investidor pode manter.

Existem ainda situações em que a atuação em um dos mercados leva a repercussões diretas sobre o outro. A esse respeito, Leães descreve o caso de um investidor que vendera 10.475 contratos futuros referenciado no Ibovespa com vencimento em 7.2.1997. Esses contratos haviam sido adquiridos para fins de *hedge*, em virtude da intenção desse mesmo investidor de adquirir ações integrantes do Ibovespa. Nos dias imediatamente anteriores ao vencimento dos contratos, o investidor tentou recomprar os contratos, a fim de rolar sua posição. Ocorre que, naqueles dias, o volume

189. Essa situação caracteriza o chamado *corner*, um dos casos clássicos de manipulação nos mercados futuros (Eizirik, "Aspectos jurídicos...", cit. na nota 149, p. 29).

de negócios foi muito pequeno, de forma que ele não logrou êxito, permanecendo vendido em 10.255 contratos futuros, que foram a liquidação. Para fazer frente aos seus compromissos no mercado futuro (BM&F), o investidor vendeu maciçamente suas ações no mercado à vista (BOVESPA) na última meia hora do pregão, visando a se aproveitar do momento de maior convergência de preços. Tal conduta, porém, fez o Ibovespa recuar 4,7%. A CVM interpretou esse comportamento como uma tentativa de derrubar os preços à vista para poder liquidar sua posição a futuro a preços menores, tendo em vista que o preço de liquidação no mercado futuro era tomado pela média da cotação na última meia hora do pregão no mercado à vista.¹⁹⁰ Em casos assim, de manifesta interferência entre os mercados de capital e futuro, seria impossível seccionar a atividade fiscalizadora, desmembrando-a entre dois órgãos.

Além disso, em todas as espécies de valores mobiliários, derivativos ou não, o destinatário da proteção estatal é o agente que se encontra em situação de maior vulnerabilidade: nos títulos de emissão das sociedades anônimas e nos contratos de investimento, o investidor; nos derivativos, o *hedger*, em alguns casos, o especulador. Com efeito, os investidores, quer de uma companhia, quer de um empreendimento de outra natureza, não possuem poder de controle sobre o empreendimento, podendo perder todo o capital aportado caso ele venha a fracassar. Os *hedgers*, por sua vez, dependem da capacidade dos especuladores de liquidar suas posições futuras deficitárias, sob pena de sofrerem perdas maiores do que as que adviriam da variação de preços, e estão sujeitos à criação de condições de mercado artificiais. Quanto aos especuladores, também podem encontrar-se em situação de vulnerabilidade, o que ocorre quando se trate de pessoas tecnicamente

hipossuficientes que adquiram derivativos na expectativa de auferir ganho, e não proteção.

Portanto, em todos os tipos de valores mobiliários, a proteção reivindicada é semelhante, o que justifica a existência de uma disciplina jurídica unitária.¹⁹¹

6.2 Risco potencial

Por todo o visto até aqui, é possível perceber que o móvel que anima o legislador a considerar determinados instrumentos como valores mobiliários é a necessidade de submetê-los a controle estatal pelo risco que representam ao bom andamento da economia, haja vista o caráter instrumental desse conceito. O *fundamento* metafísico do conceito de valor mobiliário repousa, pois, no *risco*.¹⁹²

191. Caso relativamente recente demonstra bem o que foi dito. Em 30.8.2005, a CVM determinou a suspensão das atividades de intermediação e administração de carteira de valores mobiliários realizadas de maneira irregular pela MDD Publicidade e Marketing Ltda. (Deliberação n. 487/2005). Essa empresa atuava no mercado de valores mobiliários captando recursos junto ao público para investimento em derivativos de câmbio com promessa de enorme rentabilidade, de 30% a 60% ao mês. Este caso, apesar de envolver contratos derivativos, em muito se assemelha às ofertas de contratos de boi gordo realizadas em meados da década de 1990, revelando situação em que o tipo de intervenção estatal exigida é substancialmente idêntico.

192. Sustentando que a existência de risco é elemento essencial do conceito de valor mobiliário, veja-se o magistério de Almeida Salles: “O valor mobiliário é representado por um título de participação, revista ele ou não a forma de título de crédito, que permite ao seu titular pretender participar dos resultados do risco inerente ao negócio jurídico subjacente. É da natureza do valor mobiliário, a figura do risco, porque a eficiência marginal do capital tem que despertar maior interesse pelos dividendos do que a taxa de juros. E para que isso aconteça, é necessário que o interesse no investimento que justifica e predispõe a emissão do valor mobiliário, seja o de participar dos seus resultados e não apenas aquele de participar de um simples rendimento predeterminado” (“Os valores mobiliários...”, cit. na nota 97, p. 128).

190. “*Hedging* com futuros...”, cit. na nota 146, pp. 215-17.

Ocorre, porém, que nem todo valor mobiliário representa risco à poupança popular, mas apenas os que são negociados *publicamente*. Como tal modalidade de negociação não é elementar à caracterização dos valores mobiliários (cf., *supra*, subitem 4), isso significa que o risco também não é essencial à conceituação desse instituto. Não obstante, se, por um lado, nem todos os valores mobiliários acarretam risco à poupança pública, por outro é forçoso admitir que todos eles podem vir a acarretá-lo, na hipótese de serem negociados publicamente. Isso significa que todo valor mobiliário é portador de um *risco potencial*, que se converterá em *risco efetivo* na hipótese de negociação em mercado.

Note-se que o elemento *risco* aparece associado ao conceito de valor mobiliário sob gradações diversas. Primeiramente, na forma *potencial*, o risco é elementar ao instituto: todo valor mobiliário, pelo simples fato de ter por função econômica a atração de capitais ou o *hedge* e de poder vir a ser negociado em mercado, traz em si o potencial de causar danos à poupança popular. Num nível acima, encontra-se o *risco efetivo*, que se verifica pelo simples fato de o instrumento ser negociado publicamente. Não é preciso, para que se caracterize essa situação de risco efetivo, que se trate de instrumento portador de uma particular probabilidade de trazer perdas econômicas a seu titular, como seria o caso, por exemplo, de ações de emissão de uma companhia insolvente. Finalmente, no nível mais alto, há o que chamaríamos *risco exacerbado*, que se caracteriza por estar além do nível de risco normal do mercado, ínsito à negociação com valores mobiliários. Esse grau exacerbado de risco pode ter causas variadas, como, por exemplo, uma fraude praticada na elaboração do balanço anual de uma companhia aberta.

Nesse quadro de possibilidades de risco, o objetivo da tutela estatal administrativa é manter o mercado em situação de risco normal (risco efetivo), evitando a exacerbção do mesmo e, o que é pior, o seu

exaurimento, sob a forma de danos aos titulares de valores mobiliários.

6.3 Negociabilidade

A negociabilidade é característica presente em todos os valores mobiliários, com duas exceções já mencionadas: as ações preferenciais de classe especial (*golden shares*), previstas no art. 17, § 7^a, da Lei n. 6.404/1976, e as cotas de fundos de investimento abertos, nos termos do art. 12, *caput*, da Instrução n. 409/2004 da CVM.

Com efeito, possuindo os valores mobiliários a função de captação de investimento ou de *hedging*, é imprescindível que seus titulares tenham a possibilidade de se desfazerem de suas posições assim que elas lhes pareçam inconvenientes. Essa possibilidade é condição *sine qua non* à liquidez do mercado, sem o que nem a captação de poupança nem a formação do *hedge* são possíveis.

Não se deve, porém, confundir *negociabilidade* com *circulabilidade*. Esta deixou de ser atributo dos valores mobiliários após a Lei n. 8.021/1990, a qual, ao vedar os títulos ao portador e endossáveis, retirou-lhes a aptidão de circularem tal como coisas móveis, utilizando-se das formas simplificadas do direito cambiário. Permanecem *circuláveis* apenas os valores mobiliários que revestem a forma de contratos, tais como os derivativos.¹⁹³

193. Ensina Almeida Salles que “a uniformidade decorrente da modulação dos contratos futuros os torna *circuláveis*, como se coisa móvel fosse” (*O Contrato Futuro*, cit. na nota 144, p. 79). Sua circulação, no entanto, não se dá pelas formas simplificadas do direito cambiário – já que não se trata de atos unilaterais, mas sim de contratos, típicos negócios jurídicos bilaterais –, mas por meio de cessão de posição contratual, como atesta o autor em outro ponto da mesma obra: “Tem-se assim a fungibilidade, econômica e jurídica, dos contratos futuros, a permitir-lhe a circulação como coisa móvel, substituindo-se as partes por meio da ‘tradição’ indistinta dos contratos de mesma modulação, objeto, preço e termo, revestida da forma de cessão de posição contratual, autonomamente, e sem as implicações da cessão civil, sobre os créditos cedidos” (*idem*, p. 93).

Atualmente, desde que não haja expressa vedação legal, os valores mobiliários que portem a forma de títulos ainda podem materializar-se em certificados (cártylas), porém sua transmissão ocorrerá por cessão civil, e não por endosso. Ademais, nos casos em que a lei impõe a forma nominativa, a materialização do valor em um documento carece de utilidade, já que sua posse não faz presumir a titularidade do direito representado. E, quando a forma imposta pela lei é a escritural, exclui-se de todo a possibilidade de documentação do valor mobiliário.

À vista dessas observações, tem-se que o próprio adjetivo *mobiliário* componente da designação do instituto *valor mobiliário* deve ser entendido em termos impróprios, pois que, ante a impossibilidade de circularem, esses instrumentos não mais se comportam como coisas móveis, *mobiliárias*. O único resquício dessa sua mobili-

dade é a negociabilidade, que permite a transferência da titularidade do direito com facilidade semelhante à transmissão da propriedade das coisas móveis. Entretanto, não há mais certificados ou papéis cuja tradição efetivamente transmita um direito, tal como ocorre com os bens móveis.

6.4 Forma

Os valores mobiliários podem assumir diversas formas jurídicas, desde que ao fundo esteja sua função econômica peculiar. Atualmente, apresentam-se como instrumentos complexos (ações, cotas de fundos de investimento), títulos de crédito próprios (bônus de subscrição, notas comerciais), títulos de crédito impróprios (debêntures, certificados de depósito), contratos (contratos de investimento coletivo, derivativos) ou entes abstratos, sem forma jurídica (índices representativos de carteiras de ações).