

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL – UFRGS
CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS – DIREITO

LEANDRO DE ALMEIDA FERNANDEZ

O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Porto Alegre

2016

LEANDRO DE ALMEIDA FERNANDEZ

O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Trabalho de conclusão de curso, requisito para obtenção do grau de Bacharel, no curso de Ciências Jurídicas e Sociais da UFRGS.

Orientador: Prof. Gerson Luiz Carlos Branco

Porto Alegre

2016

LEANDRO DE ALMEIDA FERNANDEZ

O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Relatório final, apresentado na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como parte das exigências para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais

Porto Alegre, 30 de novembro de 2016

BANCA EXAMINADORA

Prof. Gerson Luiz Carlos Branco (Orientador)

Prof. Luis Renato Ferreira da Silva

Prof. Fabiano Menke

RESUMO

Valor mobiliário é um tipo de instrumento financeiro emitido por empresas para captar recursos perante a poupança popular. Por que os valores mobiliários lidam com a poupança popular, e, portanto, podem causar-lhe prejuízos, o mercado de capitais, segmento do sistema financeiro em que ocorrem as emissões de valores mobiliários, é regulamentado.

No Brasil, a regulamentação é de competência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda. A CVM regula tudo aquilo que for valor mobiliário. O que não for valor mobiliário, não é regulado pela CVM. Daí a importância de se definir o que é um valor mobiliário.

O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro surgiu na Lei nº 6.385/76, com forte influência do conceito análogo no direito francês. Devido a limitações do conceito desenvolvido do direito francês, em 1998, o Brasil editou uma medida provisória, MP nº 1.637/98, que incluiu o tipo aberto contrato de investimento coletivo ao rol de valores mobiliários. Essa inclusão alterou substancialmente o modelo de conceituação de valor mobiliário, agora incorporando a doutrina norte-americana, possibilitando que novos instrumentos econômicos possam ser enquadrados como valores mobiliários - e, portanto, fiscalizados pela CVM - mais facilmente.

O presente trabalho tem como objetivo explorar o desenvolvimento do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro, buscando as origens do conceito no direito francês e no direito norte-americano.

Palavras-chave: direito empresarial, valor mobiliário, CVM, *Howey Test*

ABSTRACT

Security is a type of financial instrument issued by companies to raise funds amongst the popular savings. Because securities deal with popular savings, and therefore can cause them losses, the capital market, a segment of the financial system in which securities are traded, is regulated.

In Brazil, the Comissão de Valores Mobiliários - CVM, a federal agency linked to Brazil's Department of Treasury, is responsible for this regulation. CVM regulates everything that is considered a security. That which is not a security, is not regulated by CVM. Hence the importance of defining what is a security.

The concept of security in Brazilian law arose in Brazil's Legal Act nº 6.385/76, with a strong influence of the analogous concept in French law. Due to limitations of the developed concept in French law, in 1998, Brazil issued a Executive Order nº 1,637/98, which included the open term investment contract to the list of securities. This inclusion has substantially altered the model of securities conceptualization, now incorporating American doctrine, making it possible for new economic instruments to be classified as securities - and, therefore, regulated by CVM - more easily.

The present paper aims to explore the development of the concept of securities in Brazilian law, seeking the origins of the concept in French law and in US law.

Keywords: commercial law, security, CVM, Howey Test

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. A ORIGEM DOS VALORES MOBILIÁRIOS: OS TÍTULOS DE CRÉDITO	11
3. O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO	16
3.1.O CONCEITO DE SECURITY NO DIREITO NORTE-AMERICANO	24
3.2.O DESENVOLVIMENTO DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO.....	32
4. APLICAÇÕES DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO	39
4.1. CASO BOVINUS	40
4.2. PEDIDO DE DISPENSA DE REGISTRO POR ITAÚ BBA S/A À CVM	44
5. CONCLUSÃO	47
6. BIBLIOGRAFIA	49

1. INTRODUÇÃO

Regular uma atividade econômica significa restringir a atuação de agentes econômicos que com ela atuam. Quando um mercado é inteiramente livre, diz-se que o Estado não o regula, restringindo-se a fazer cumprir os direitos de propriedade e o cumprimento dos contratos, sem limitar o direito do proprietário usar o bem ou sem estabelecer limites ao conteúdo dos contratos.¹

O mercado de capitais é o segmento do sistema financeiro em que as empresas captam recursos da poupança popular, mediante emissões públicas de valores mobiliários. Os recursos assim captados pelas empresas não são exigíveis por parte dos credores, os investidores, como seriam se tomassem dinheiro emprestado de instituições financeiras.

Há, no mercado de capitais, uma dicotomia entre liberdade de iniciativa *versus* proteção à poupança popular. Tornar o mercado de capitais totalmente livre significa colocar em risco a poupança popular. Investidores mal informados podem, em um mercado livre, adquirir títulos de empresas inviáveis, algo que não fariam se tivessem acesso a informações relevantes das empresas, e perder os recursos que investiram.

Por outro lado, tornar o mercado de capitais regulado em excesso reprime a livre iniciativa. A possibilidade de empresas captarem recursos da poupança popular a um custo baixo fortalece a economia. É, em geral, muito mais barato, em um mercado sadio, uma empresa captar recursos do mercado de capitais do que através de empréstimos de instituições financeiras. Entretanto, se o Estado imputar exigências excessivas ao mercado de capitais, pode torná-lo não-atrativo, fazendo empresas que poderiam ter sucesso se valendo do mercado de capitais não serem viáveis.

A estratégia que a doutrina jurídica desenvolveu para delimitar a ação estatal sobre o mercado de capitais é o conceito de valor mobiliário. Definir o que é um valor mobiliário, ainda que aparente ser um tema meramente teórico, tem importância prática relevante. O título que se encaixa no conceito de valor mobiliário se submete à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a um regime legal definido na Lei n. 6.375/1976, se ofertado

¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 15.

publicamente. O título que não se encaixar no conceito de valor mobiliário não se submete à CVM, e seu estatuto jurídico será outro.

A primeira lei brasileira a tratar do mercado de capitais foi a Lei nº 4.728/65, com a qual se tentou impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Uma definição legal de valor mobiliário, entretanto, não surgiu até a Lei nº 6.385/76. A mesma lei criou a CVM, autarquia federal, ligada ao Ministério da Fazenda, cujos objetivos são fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil².

A definição de valor mobiliário trazida pela Lei nº 6.385/76 foi inspirada no direito francês e é formalista, rígida. Ela basicamente enquadra como valor mobiliário o título que se encontra em um rol fechado de instrumentos financeiros. Esse modelo de definir valor mobiliário trouxe dificuldades ao direito brasileiro. Houve casos em que empresas se valeram de títulos fora da lista da lei para captar da poupança popular, como se valores mobiliários fossem, mas à margem da CVM. Em função disso, o Brasil optou por aderir ao modelo norte-americano de definição de valores mobiliários, a partir da Medida Provisória 1.637/98. Essa MP introduziu no rol de valores mobiliários o contrato de investimento coletivo, um tipo aberto, suficiente para abarcar novas situações concretas sem ter-se que alterar o rol da Lei nº 6.385/76.

A MP nº 1.637 foi convertida na Lei nº 10.198/01. Posteriormente, a Lei nº 10.303/01 modificou a Lei nº 6.385, formalmente incluindo o contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários desta, sistematizando seu elenco de valores mobiliários. Com isso, chegamos à situação que temos hoje.

Faz parte da competência da CVM fiscalizar a emissão e circulação dos títulos enquadrados no conceito de valor mobiliário. Daí a importância de compreender o que é um valor mobiliário. O título que não puder ser classificado como um valor mobiliário está livre da CVM, se submetendo à fiscalização do Banco Central, se for o caso. Nelson Eizirik indica que a noção de valor mobiliário tem caráter instrumental, pois tem como finalidade demarcar

² Site da Comissão de Valores Mobiliários, Informações sobre a CVM, disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html

a regulação estatal do mercado de capitais, delimitar o âmbito de aplicação da Lei nº 6.386/76 e da regulação administrativa da CVM.³

A CVM faz o papel do que se entende por regulação do mercado de capitais. Em termos gerais, entende-se por regulação o conjunto de regras determinadas pelo poder público que objetiva fiscalizar e garantir a disciplina de certas atividades econômicas ou certos setores do mercado.⁴ Ou seja, é o Estado intervindo indiretamente⁵ na atividade econômica. É importante discorrer brevemente sobre por que é razoável que o Estado interfira na autonomia privada.

Em um primeiro momento histórico, a regulação fundamentava-se na existência de falhas de mercado. A intervenção estatal destinava-se exclusivamente a suprir deficiências inerentes ao mercado.

Falhas de mercado são situações em que a alocação de bens e serviços não é ótima, em que indivíduos, buscando seus interesses particulares, acabam por levar o mercado a um cenário não-eficiente e que pode ser melhorado (um dos mecanismos é a regulação)⁶. Os tipos de falha de mercado mais aceitos na doutrina são as externalidades negativas, o problema da ação coletiva, informações assimétricas e poder monopolista. Ainda é possível identificar outros, mais controversos, e.g., competição excessiva, problema de agência, etc. São situações opostas à imaginada pela metáfora da mão invisível, de Adam Smith, que dizia que indivíduos buscando seu interesse individual acabariam, em muitos casos, levando a fins que não buscam intencionalmente, isto é, promover os interesses da sociedade como um todo, muito mais do que indivíduos que buscam as trocas com o intuito de promover o bem de todos⁷. A regulação do mercado serviria para mitigar essas falhas de mercado que surgem se este for deixado à vontade.

³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 27.

⁴ SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004, p. 137.

⁵ JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 665.

⁶ *Idem*, pp. 687-690.

⁷ SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Book IV, Chapter II. Disponível em <https://www.gutenberg.org/files/3300/3300-h/3300-h.htm#link2HCH0022>.

Posteriormente, essa concepção puramente econômica da regulação foi ampliada para incluir um aspecto social, ao reconhecer que o mercado, mesmo que em perfeito funcionamento, pode não levar à realização de objetivos comuns da sociedade. Alguns desses objetivos comuns são garantir a proteção ao meio ambiente, garantir direitos às minorias e promover valores culturais⁸.

Alguns autores ligados à escola ultraliberal de economia (Escola de Chicago, entre outros) têm uma visão pessimista sobre a regulação do mercado, defendem que quanto menos regulação da atividade econômica, melhor⁹. Isso levou alguns países a um movimento de desregulação da economia, por volta dos anos 80¹⁰.

Mais recentemente, avanços no estudo da psicologia comportamental trouxeram mais um fundamento à regulação estatal. A tomada de decisão por seres humanos, descobriu-se, não atende aos pressupostos da economia clássica, de que sempre escolhemos racionalmente a melhor opção dentre as que se apresentam. Isso ocorre em função de vieses cognitivos, ou *cognitive biases*, a que estamos sujeitos mesmo sem perceber.

Daniel Kahneman, ganhador do Prêmio Nobel em Economia em 2002, explica bem o tema em sua famosa obra, *Thinking, Fast and Slow*. Ele busca, entre outras coisas, combater o modelo que a economia clássica utiliza para a tomada de decisão dos seres humanos, o chamado *homo economicus*. Essa teoria coloca o ser humano como puramente racional ao fazer escolhas, no sentido de serem sempre logicamente coerentes. O *Homo economicus* não faz más escolhas. Ao contrário, a pesquisa psicológica no século XX, como demonstra Kahneman, mostrou que os seres humanos fazem más escolhas o tempo todo, quer seja conscientemente ou não. Isso é fruto da nossa estrutura de pensamento, do que ele chamada de dois sistemas, o intuitivo e o lento.¹¹

⁸ JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 690.

⁹ George Stigler é famoso nesse sentido, ao cunhar a teoria da captura, que diz que a regulação estatal acaba por ser dominada por grupos de interesse, trazendo mais custos para a sociedade do que benefícios. STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Service, Vol. 2, Nº 1. Spring, 1971, pp. 3-21.

¹⁰ JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 690.

¹¹ KAHNEMAN, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.

Reconhecendo os vieses cognitivos que acometem os seres humanos, Cass Sunstein e Richard Thaler argumentam que o mercado não pode ser deixado em total liberdade. Eles cunharam o termo libertarianismo paternalista, uma linha doutrinária que se opõe ao libertarianismo da Escola de Chicago, ao entender que é possível e legítimo intervir e regular o mercado, ao mesmo tempo em que se respeita a liberdade de escolha.¹²

O resultado da pesquisa realizada foi estruturado neste trabalho da seguinte maneira.

No primeiro capítulo, apresento a origem dos valores mobiliários, os títulos de crédito. Explico como os valores mobiliários derivaram destes, e quais suas diferenças.

No segundo capítulo, abordo o desenvolvimento do conceito de valor mobiliário. Primeiro, apresento os problemas para definir valor mobiliário. Após isso, mostro os diferentes modelos de conceituação de valor mobiliário que os países ocidentais desenvolveram.

Dentro do mesmo capítulo, apresento como o conceito se desenvolveu em diferentes países. Rapidamente passo pelo direito francês, modelo para o Brasil até 1998. Com mais vagar, apresento o modelo norte-americano, influência marcante no conceito atual que o Brasil adota. Como surgiu, como evoluiu para o entendimento atual. Em seguida, mostro como o conceito evoluiu no direito brasileiro, quais diplomas legais trouxeram mudanças, e como chegamos ao conceito que se aplica hoje.

Por fim, no derradeiro capítulo, apresento decisões recentes no direito brasileiro que aplicam o conceito mais atual de valor mobiliário, comentando sua adequação à doutrina.

¹² THALER, Richard H.; SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. New York: Penguin Books, 2009.

2. A ORIGEM DOS VALORES MOBILIÁRIOS: OS TÍTULOS DE CRÉDITO

A origem dos valores mobiliários remonta ao desenvolvimento dos títulos de crédito. Instrumentos financeiros tais como os títulos de crédito existem desde que o homem aprendeu a escrever e ter algumas moedas para trocar. Logo ele passou a substituir dinheiro por documentos escritos. É possível encontrar mecanismos como cheques e notas promissórias na antiga Babilônia, na Grécia e no Egito helenísticos.¹³ Na acepção atual de título de crédito, pode-se dizer que surgiram na Europa, durante os séculos XIV e XV. Eram utilizados como instrumentos facilitadores nas transações financeiras e comerciais entre os comerciantes medievais e as bancas financeiras.

O título que deu origem aos títulos de crédito foi a letra de câmbio. Era utilizada como instrumento de câmbio de moedas na Idade Média. À época, cada feudo ou burgo tinha sua moeda própria, característica da descentralização política do período. Para que os comerciantes pudessem realizar negócios entre feudos diferentes, desenvolveram a letra de câmbio. O banqueiro de um feudo recebia um depósito em moeda local e escrevia uma carta ao banqueiro do outro feudo para que pagasse o equivalente ao depositado, na moeda de lá, ao depositante. Posteriormente, os banqueiros se encontravam e faziam o encontro das cartas emitidas e recebidas.¹⁴

Os títulos de crédito ganham relevância como mecanismo facilitador da circulação de crédito. Ao invés de se ter que utilizar dinheiro em troca da entrega da mercadoria, utilizava-se um título de crédito, que posteriormente poderia ser reutilizado, permitindo que o crédito circulasse. Os títulos de créditos permitiam aos mercadores da época que não precisassem transportar grandes quantidades de metais preciosos, moedas e afins. Também deram vida legal aos pagamentos a termo, o que permitiu maior flexibilidade nos negócios, comparando-se com somente poder-se pagar mercadorias à vista.

Ocorre que os títulos de crédito, no mais das vezes, eram utilizados em um contexto bilateral, duas partes envolvidas em um negócio jurídico, em que uma era credora, a outra devedora.

¹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 19. Veja a citação de Braudel.

¹⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa*. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 461-462.

De outro lado, havia outros tipos de obrigações, decorrentes de situações associativas, distintas das típicas relações obrigacionais bilaterais a que se referiam os títulos de crédito, com um lado credor e o outro devedor. Eram situações mais complexas, que consistiam em um grupo de pessoas contratantes com um fim comum. Por sua natureza mais complexa, normalmente a associação não se dava através da representação da associatividade na cártula de crédito. Dependiam de regras escritas em um contrato associativo.¹⁵ Daí surge o título que deu origem aos valores mobiliários. As primeiras manifestações podem ser vistas nos séculos XVII e XVIII, nas ações emitidas pelas diferentes Companhias das Índias.

Esses títulos diferiam dos títulos de crédito por serem vendidos a um grande número de tomadores e por representarem uma expectativa de direito que dependia do resultado de um empreendimento comum, não um direito líquido e certo.¹⁶

Os títulos de crédito não são valores mobiliários, ainda que, durante algum tempo, a doutrina comercialista tenha tratado os valores mobiliários como uma espécie de título de crédito¹⁷. Os títulos de crédito são instrumentos de circulação de crédito. Já os valores mobiliários são instrumentos utilizados por companhias para captar recursos da poupança popular. Até por isso que, quando emitidos publicamente, se submetem à regulação da CVM, dado seu potencial danoso à economia.

Por captarem recursos da poupança popular, i.e., das pessoas em geral, e normalmente em grande número, a emissão de valores mobiliários é uma atividade que apresenta riscos à economia. Uma empresa que emite valores mobiliários, quando quebra, afeta um número muito maior de pessoas, em geral, do que uma empresa que não emite valores mobiliários.

De clara influência da doutrina de Cesare Vivante, o Código Civil de 2002, em seu art. 887, definiu título de crédito como o documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido¹⁸. Dessa definição podemos extrair três características fundamentais dos títulos de crédito: são documentos de crédito, têm executividade e negociabilidade.

¹⁵ *Idem*, p. 22.

¹⁶ *Idem*, p. 22.

¹⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa*. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 163.

¹⁸ VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. Milano: Francesco Vallardi, 1929, v. 3, p. 123.

Os valores mobiliários não são necessariamente documentos de crédito. Já os títulos de crédito são documentos que representam uma obrigação creditícia pecuniária, representam um dever de pagar em dinheiro, em pecúnia, do devedor ao credor. São tão-somente instrumentos representativos de dívidas, com facilidades para circulação do crédito relacionado. Por outro lado, nem todos os valores mobiliários têm essa característica. Ainda que seja o caso nas debêntures, nos *commercial papers* e nas partes beneficiárias, não podemos dizer o mesmo das ações emitidas por companhias, o valor mobiliário característico por essência. O titular da ação tem um conjunto de direitos, frente a companhia, muito mais complexo do que o mero direito de crédito: direito de voto, participação nos dividendos, pode fiscalizar e, inclusive, intervir na administração da empresa. No caso do bônus de subscrição, sequer direito creditício o titular tem perante a companhia emissora. Desse modo, pode-se concluir que os valores mobiliários não atendem à primeira das características fundamentais dos títulos de crédito: não são documentos de crédito.¹⁹

Os valores mobiliários não têm necessária executividade. Por outro lado, os títulos de crédito são dotados de executividade, na modalidade de título executivo extrajudicial. Assim estava definido no Código de Processo Civil de 1974, no art. 585, I; assim também está definido no novo Código de Processo Civil, recém entrado em vigor, no art. 784, I. Significa que o detentor de um título de crédito pode cobrá-lo diretamente por uma ação executiva, dispensando-se a fase de conhecimento. O mesmo não pode ser dito de todos os valores mobiliários. As ações e as partes beneficiárias, por exemplo, não possuem a liquidez necessária para serem exequíveis.²⁰

Os valores mobiliários não têm negociabilidade baseada no endosso e na cartularidade. Esse é talvez o ponto mais relevante na distinção entre valor mobiliário e título de crédito. O sistema dos títulos de crédito lhes atribui características voltadas a facilitar sua circulação, sendo a negociabilidade a grande inovação jurídica introduzida pelos títulos de crédito. A negociabilidade está fundamentada nos princípios da cartularidade, literalidade e na autonomia das obrigações. Não é título de crédito o instrumento que não respeitar esses princípios, de modo a permitir sua circulação.²¹

¹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa*. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 164

²⁰ *Idem*, p. 164.

²¹ *Idem*, p. 164.

Os valores mobiliários não têm cartularidade. Muitas vezes os valores mobiliários admitem títulos na forma escritural (em contraposição com a forma ao portador), que dispensa o certificado. Não são documentos necessários ao exercício do direito pelos titulares. A participação no quadro societário de uma companhia pode ser provada por muitos meios, sem exigir necessariamente a exibição do certificado. Ainda por cima, a informação prevalecente será a dos livros de registro da companhia.²²

Os valores mobiliários não têm literalidade. Podem haver informações que detalham o direito constantes em documentos apartados do certificado, e.g., no caso das debêntures, em que detalhes da operação podem constar da escritura de emissão.²³

Os valores mobiliários não apresentam autonomia das obrigações anteriores em sua cadeia de transmissão. A autonomia é uma característica importante para garantir a circulação dos títulos de crédito, conferindo segurança àquele que recebe um título, que não vai ter sua expectativa de crédito frustrada por problemas nas obrigações anteriores em que o título foi utilizado. Não é o que ocorre com as ações. Se uma ação é alienada de A para B com vício, posteriormente de B para C, C não será acionista da companhia, pois o vício na primeira transferência macula toda a cadeia.²⁴

Podemos concluir, a partir da análise das características fundamentais dos títulos de crédito, que os valores mobiliários não se encaixam, pelo menos em suas principais características, no conceito de título de crédito. Na verdade, a relação entre os dois institutos é complexa, podendo se dar três tipos de interação entre um título de crédito e um valor mobiliário: a) há valores mobiliários cujo instrumento subjacente não é um título de crédito, como as ações, as debêntures, os contratos de investimento coletivo; b) há títulos de crédito que podem se tornar valores mobiliários, dependendo da forma como forem utilizados, e.g., a nota promissória emitida por companhia para captar recursos no mercado; c) há títulos de crédito que jamais se tornarão valores mobiliários, devido à sua estrutura, tal como o cheque e a duplicata.²⁵

Há um desencontro de conceitos entre título de crédito e valor mobiliário. Ou seja, saber se um determinado instrumento é um título de crédito é irrelevante para saber se ele é

²² *Idem*, pp. 164-165.

²³ *Idem*, p. 165.

²⁴ *Idem*, p. 165.

²⁵ *Idem*, p. 165.

um valor mobiliário e, portanto, submete-se à CVM. Não há uma relação lógica, uma ligação necessária entre os conceitos de valor mobiliário e título de crédito. Tanto os títulos de crédito podem, em determinadas situações serem considerados valores mobiliários, como, em outras, não serem. O que faz um papel ser considerado um título de crédito é algo completamente distinto do que o faz ser, eventualmente, um valor mobiliário.²⁶

Não há, hoje, qualquer sentido em discussões teóricas sobre se determinado título enquadra-se como título de crédito ou como valor mobiliário.²⁷ O que importa é se o título se encontra no elenco do art. 2º da Lei 6.385/76, pois o rol desse artigo é que define, para fins jurídicos, se o instrumento vai ser considerado um valor mobiliário.

²⁶ BULGARELLI, Waldírio. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 37, 1980, pp. 108.

²⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 59, 1985, pp. 44.

3. O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Ainda que os valores mobiliários e os títulos de crédito tenham uma origem em comum, é certo que hoje os dois institutos não têm o mesmo estatuto jurídico. Sendo assim, é preciso abordar o conceito que a doutrina atribui aos valores mobiliários.

Conceituar valores mobiliários foi sempre algo difícil para a doutrina jurídica. Talvez por isso encontremos tantos sistemas jurídicos que atribuam a direitos e contratos o status de valor mobiliário sem definir o seu conceito. A dificuldade decorre principalmente do fato de constituírem bens e direitos de características muito específicas²⁸, conferindo distintos direitos a seus titulares.

Talvez a dificuldade decorra de que valores mobiliários estruturalmente podem ser contratos, títulos de crédito, direitos, etc., tendo, porém, como característica comum a funcionalidade, que é a de instrumento de captação de recursos da poupança popular para realizar investimentos.

As ações são títulos emitidos por sociedades anônimas que conferem ao titular a condição de sócio²⁹ ou o *status socii*, direito de natureza jurídica complexa, que inclui o direito de voto, o direito de participar dos lucros sociais, direito de fiscalização, direito de preferência na subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia, entre outros³⁰.

As cotas de fundos de investimento são títulos que representam frações ideais de fundos de investimento. Os fundos de investimento são uma comunhão de recursos, sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros. Os principais direitos

²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 26.

²⁹ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, pp. 229-230.

³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 60.

conferidos aos titulares das cotas de fundos de investimento são os de receber a quantia decorrente da valorização de sua participação e o de participar na assembleia de cotistas.³¹

Os derivativos, ou contratos derivativos, são instrumentos financeiros cujo valor é atrelado a um outro bem ou índice financeiro, denominado “ativo subjacente”, ou “ativo referência”³², tal como taxas de juros, índices de mercado, valores de *commodities*, etc.³³ Têm como função econômica o denominado *hedge*, i.e., a proteção financeira contra variações de preços. Os derivativos são operações efetuadas para serem liquidadas em data futura. No final do contrato, uma parte paga à outra o valor correspondente à variação do preço do ativo referência desde o fechamento do contrato, até o momento³⁴.

Os bônus de subscrição são títulos emitidos por companhias, que conferem ao seu titular o direito de subscrever ações da companhia que os emitiu, por um valor determinado ou determinável, dentro de um prazo determinado. Estão previstos nos artigos 75 a 79 da Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/76. Podem ser alienados pela companhia, ou atribuídos gratuitamente como vantagem adicional aos subscritores de suas ações ou debêntures.³⁵

As debêntures são títulos que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a companhia emissora.³⁶ Trata-se de um empréstimo que a companhia busca junto a um círculo restrito de pessoas, no caso de emissão privada, ou junto a poupança popular, quando a emissão é pública.

Analisando alguns dos valores mobiliários mais comuns, pode-se concluir que eles têm estruturas e direitos muito distintos. Se é verdade que os valores mobiliários não tem uma

³¹ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 230.

³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 114.

³³ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 233-234.

³⁴ *Idem*, p. 234.

³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 78-79.

³⁶ *Idem*, p. 68.

identidade de direitos que conferem a seus titulares, por outro lado eles compartilham uma característica essencial: eles têm uma funcionalidade ligada a investimentos de risco, em que o investidor está diretamente ligado ao resultado do empreendimento subjacente. Ou seja, os valores mobiliários têm distintivamente risco de investimento, distinto do risco comercial.

O risco comercial é aquele ligado ao inadimplemento de obrigações, do devedor não pagar o credor até o momento do vencimento da obrigação. É o risco de crédito do devedor³⁷. Risco de investimento é diferente, diz respeito a uma expectativa de sucesso de um empreendimento, que pode dar certo e garantir ganhos ao investidor, ou dar errado e, inclusive, fazer o investidor perder tudo o que investiu, sem direito à indenização. Os valores mobiliários têm, portanto, um viés de aleatoriedade.

Os valores mobiliários são, em uma descrição genérica, contratos de investimento coletivos, destinados a captar recursos de um grande número de investidores.³⁸

A principal característica do mercado de valores mobiliários é a captação da poupança popular para um investimento de risco. Não há garantia de resultados positivos ao investidor.³⁹ Justamente por essa característica é que se explica o interesse estatal de fiscalizar e regular a emissão pública de valores mobiliários. A emissão irresponsável pode causar sérios danos à poupança popular, como já se viu em diversos casos em que valores mobiliários foram ilicitamente emitidos ao público (e.g., caso Avestruz Master, caso Boi Gordo).

A maior parte dos autores brasileiros concorda que é possível identificar dois sistemas distintos em relação à maneira como os países ocidentais identificam um valor mobiliário.

³⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 59, 1985, pp 44-45.

³⁸ *Idem*, p. 44.

³⁹ EIZIRIK, Nelson. *Os valores mobiliários na nova lei das S/A*. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: RT. nº 124, 2001, p. 74.

Esses autores, entre eles Jefferson Siqueira de Brito Alvares⁴⁰, Nelson Eizirik⁴¹, Arnaldo Wald⁴², Diogo Merten Cruz⁴³, dizem ser possível identificar, de um lado, o sistema formal, restrito ou preciso, tipicamente adotado pelos países europeus. De outro lado, há o sistema material, abrangente, aberto ou baseado na função econômica. Este é característico do direito norte-americano.

O sistema formal é aquele que caracteriza valor mobiliário pela forma do instrumento analisado. Nos países que o adotam, normalmente, valor mobiliário é definido como qualquer um dentre uma lista de instrumentos financeiros específicos, arrolados taxativamente. Ou o instrumento é um dos enumerados e, portanto, caracteriza um valor mobiliário, ou o instrumento não está lá e, portanto, não é considerado um valor mobiliário.

O sistema material é o que considera a função do contrato ou negócio jurídico ao invés da forma. Ou seja, ele atenta para a função econômica do instrumento para definir se é valor mobiliário. Isso confere-lhe uma conceituação mais abrangente, não ficando adstrito a uma enumeração legal de instrumentos. Com isso, é possível que o órgão estatal regulador atue sobre instrumentos recém criados, inexistentes previamente, que possam prejudicar a poupança popular.

Ary Oswaldo Mattos Filho, por outro lado, diz haver três modalidades que países adotam para delimitar a campo de atuação estatal, i.e., como definem valor mobiliário: “ou as legislações elencam de maneira mais ou menos aberto os valores mobiliários que estão sob sua supervisão; ou partem para definir o que seja ‘valor mobiliário’; ou adotam, como o Brasil, uma lista à qual são agregados novos componentes com o passar do tempo”⁴⁴. Em nota de rodapé, explica que, no caso brasileiro, à lista do que se considera um valor mobiliário,

⁴⁰ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 207.

⁴¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 30.

⁴² WALD, Arnaldo. *O mercado futuro de índices e os valores mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT. nº 57, 1985, p. 7.

⁴³ CRUZ, Diogo Merten. *O mercado de valores mobiliários e o direito do consumidor: a defesa investidor-consumidor por meio do diálogo das fontes*. Porto Alegre, 2012, p. 5.

⁴⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 59, 1985, p. 53.

posteriormente, foi acrescida uma definição abrangente, fazendo referência à alteração introduzida pela Medida Provisória nº 1.637/98.

Parece, entretanto, que a distinção de Mattos Filho não procede. O primeiro caso a que ele se refere é o dos países que adotam um rol de títulos que seriam considerados valores mobiliários, mas que, dentre eles, há uma hipótese aberta, suficiente para enquadrar qualquer novo título criado que, por sua natureza, seria um valor mobiliário. Assim é a legislação americana, que, na lei federal *Securities Act of 1933*, seção 2(a)(1), define *security* como qualquer *note, stock, treasury stock, bond, debenture, ..., investment contract*, etc. A lista de instrumentos financeiros é grande, mas o realmente importante ali é o *investment contract*, i.e., contrato de investimento. É um conceito amplo o suficiente para se enquadrar qualquer valor mobiliário que já existisse ou venha a existir. Contrato de investimento é um termo genérico que captura a essência do que é um valor mobiliário⁴⁵. Os outros instrumentos ali são específicos, têm uma forma específica, mas não precisariam constar da lista, pois a partir do conceito de um contrato de investimento, pode-se chegar a qualquer outro valor mobiliário. Claro, o termo é ambíguo e precisa ser mais detalhadamente delineado para não causar insegurança jurídica.

Como será tratado adiante, os norte-americanos definem jurisprudencialmente o que é um *investment contract*, e levam em conta a realidade econômica subjacente ao contrato para tal. Claramente, portanto, Mattos Filho está se referindo ao sistema material de identificação dos valores mobiliários. Ao utilizar um termo amplo, os americanos evitam a necessidade de ter-se que atualizar a lista conforme novos instrumentos venham a surgir. Evitam, também, que novos instrumentos fiquem à margem da regulação estatal enquanto não incluídos no rol.

A Inglaterra segue o mesmo modelo americano, desde seu *Financial Services Act*, de 1986. Essa lei criou um organismo governamental responsável por supervisionar os componentes do mercado de capitais ingleses, que, notavelmente, são responsáveis por se autorregular. Dentre os instrumentos sujeitos à autoridade regulatória, elencou qualquer

⁴⁵ HANZEN, Thomas Lee. *Federal Securities Law*. Third Edition. Federal Judicial Center: 2011. Disponível em [www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/\\$file/fedsec3d.pdf](http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/$file/fedsec3d.pdf), pp. 11.

*collective investment scheme*⁴⁶, ou seja, também uma hipótese aberta o suficiente para que qualquer valor mobiliário seja enquadrado.

O terceiro caso a que Mattos Filho se refere é o de legislações que adotam um rol fechado de instrumentos, todos eles específicos, restritos, de modo que somente seria valor mobiliário os instrumentos que se encaixassem na forma daqueles presentes na lista. À medida que novos instrumentos surgissem na realidade econômica, o rol teria que ser ampliado para possibilitar que sejam considerados valores mobiliários. Assim era o Brasil até antes da Medida Provisória nº 1.637/98. Mattos Filho se refere ao sistema formal na suposta terceira modalidade.

Em geral, elencar de maneira mais ou menos aberta os valores mobiliários e definir o que é valor mobiliário têm a mesma consequência: tem-se uma definição material de valor mobiliário, que dá prevalência ao substrato econômico do instrumento, ao contrário de se ater à sua forma.

Dentre os países que adotam a definição material de valor mobiliário, merece destaque os Estados Unidos da América, modelo para o atual conceito de valor mobiliário adotado no direito brasileiro, desde a edição da Medida Provisória nº 1.637/98, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/01.⁴⁷

Como será tratado adiante, o desenvolvimento do conceito de valor mobiliário, no Brasil, teve início no ano de 1965, com a edição da lei 4.728. Foi a primeira lei que utilizou o termo valor mobiliário. A intenção por trás da lei foi impulsionar o desenvolvimento nacional do mercado de valores mobiliários.⁴⁸ O modelo de regulação do mercado de valores mobiliários adotado pelo legislador nessa lei foi fortemente influenciado pelo direito norte-americano. A despeito disso, o conceito de valor mobiliário não foi influenciado pelo conceito

⁴⁶ Vide o Schedule 1, parte 1, do Guide to Financial Services Regulations, anexo ao Financial Services Act, disponível em <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/schedule/1/part/1/enacted>, em conjunto com o Capítulo 8, "Collective Investment Schemes", Seção 75 do Financial Investment Act, que estabelece parâmetros de interpretação da lei), disponível em <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/section/75/enacted>.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 30.

⁴⁸ CRUZ, Diogo Merten. *O mercado de valores mobiliários e o direito do consumidor: a defesa investidor-consumidor por meio do diálogo das fontes*. Porto Alegre, 2012, pp. 4-5.

análogo de *security* dos EUA, mas pelo conceito de *valeur mobilière*, do direito francês. Inclusive o termo adotado pelo direito brasileiro é uma tradução direta deste.

Por conta dessa influência, o tratamento inicial que os valores mobiliários receberam no Brasil se assemelhou ao dado aos títulos de crédito, tal como no direito francês e italiano.⁴⁹

Na França, o conceito de valor mobiliário sempre foi bastante rígido e formal, sendo do tipo que se enquadra no sistema formal de definição de valores mobiliários.⁵⁰ Pode-se encontrar, no direito francês, diferentes definições de valor mobiliário ao longo do tempo. Entretanto, a característica que parece prevalecer nessas diferentes definições é justamente a preponderância do aspecto formal do título.

A doutrina francesa mais tradicional restringe os valores mobiliários a, basicamente, títulos emitidos em massa por pessoas jurídicas públicas ou privadas, representativos de direitos de sócio - ações - ou obrigacionais - decorrentes de empréstimos a longo prazo. O que os caracterizaria seriam elementos ligados à forma do título, como quem os emite, sua forma de negociação, quais direitos eles conferem e o prazo de reembolso.⁵¹

Quanto à lei francesa, é possível encontrar referência ao termo valor mobiliário desde 1946, na Lei nº 46-2914, que os equiparava a títulos negociáveis. Não havia, entretanto, uma preocupação em defini-lo, pois, de um lado, assumia-se que estava-se referindo a títulos emitidos por sociedades por ações e, por outro, o mercado de valores mobiliários tinha pouca importância na época.⁵²

A primeira definição legal do termo foi com a lei 88-1201 de 23 de dezembro de 1988. Dizia:

São considerados valores mobiliários, para aplicação da presente lei, os títulos emitidos por pessoas jurídicas, públicas ou privadas, transmissíveis por inscrição em conta ou tradição, que

⁴⁹ CRUZ, Diogo Merten. *O mercado de valores mobiliários e o direito do consumidor: a defesa investidor-consumidor por meio do diálogo das fontes*. Porto Alegre, 2012, p. 5.

⁵⁰ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 207.

⁵¹ *Idem*, p. 207.

⁵² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 138.

atribuam direitos idênticos por categoria e dão acesso, direta ou indiretamente, a uma fração do capital social da pessoa jurídica emissora ou a uma direito de crédito geral sobre seu patrimônio.⁵³

Como se vê, os aspectos relevantes que a lei traz para caracterizar o que é um valor mobiliário são similares aos que a doutrina clássica francesa utilizou: quem os emite (“emitidos por pessoas jurídicas públicas ou privadas”), forma de negociação (“transmissíveis por inscrição em conta ou tradição”) e quais direitos conferem (“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”).

Um ano depois, foi criado, na França, um organismo governamental nos moldes da SEC Americana, com o intuito de regular o mercado de valores mobiliários, a *Commission des Operations de Bourse - COB*. Para ela, o conceito de valor mobiliário é praticamente idêntico ao definido pela lei 88-1201.⁵⁴ Está no Código Monetário e Financeiro francês a definição que a COB utiliza:

Constituem valores mobiliários os títulos emitidos por pessoas jurídicas, públicas ou privadas, transmissíveis por inscrição em conta ou tradição, que atribuem direitos idênticos e por categoria e dão acesso, direta ou indiretamente, a uma fração do capital da pessoa jurídica emissora ou a um direito de crédito geral sobre seu patrimônio.⁵⁵

Mais uma vez, é uma definição que prima pela forma, não pela materialidade do instrumento.

A despeito da influência francesa no paradigma original que o direito brasileiro utilizou para definir valores mobiliários, em 1998 houve uma virada no Brasil para o sistema material. Essa virada teve como principal influência o conceito norte-americano de valor mobiliário - as *securities*.

⁵³ Art. 1º, Lei 88-1201, de 1988. Tradução de Jeferson Siqueira de Brito Alvares in ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 208.

⁵⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 139.

⁵⁵ Art. L211-2, Lei 2001-602, de 2001. Tradução de Jeferson Siqueira de Brito Alvares in ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 208.

3.1. O CONCEITO DE SECURITY NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Não só o direito norte americano serviu de modelo para a concepção atual que o ordenamento brasileiro adota de valor mobiliário, como também foram eles que deram origem à ideia de institucionalizar um mercado de valores mobiliários, através de intervenção direta do Estado na proteção do investidor.⁵⁶

Até 1933, não existia lá um tratamento sistêmico, a nível federal, sobre os valores mobiliários – ou *securities*, como são chamadas pelos americanos.⁵⁷ Só existiam, até então, as chamadas *Blue Sky Laws*, regulamentos que alguns estados-membros da federação americana adotavam para regular investimentos e decidir se eram aptos a uma oferta pública.⁵⁸

Nota-se que a abordagem adotada pelos estados-membros era baseada no mérito do investimento (*merit approach*), que consistia em autoridades estatais avaliarem o investimento em concreto para decidir se poderiam ser ofertadas publicamente.⁵⁹ Em 1929, o *crash* da Bolsa de Nova Iorque e a crise financeira que seguiu expuseram a fragilidade do mercado de capitais norte-americano.⁶⁰ Como resposta, o Congresso americano editou normas de alcance federal para tratar do tema, não ab-rogando as normas dos estados-membros, mas convivendo com estas.⁶¹ Com a edição do *Securities Act of 1933* e do *Securities Exchange Act of 1934*, o Congresso americano passou a regular em âmbito nacional a emissão

⁵⁶ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 108, 1997, p. 105.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 30-31.

⁵⁸ O termo *Blue Sky Laws* deriva do objetivo dos regulamentos, que visavam a proteger a poupança popular de investimentos fraudulentos, daqueles que inclusive pudessem prometer um terreno no céu. LOSS, Luis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen: Aspen Law & Business, 1998, p. 8.

⁵⁹ HANZEN, Thomas Lee. *Federal Securities Law*. Third Edition. Federal Judicial Center: 2011. Disponível em [www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/\\$file/fedsec3d.pdf](http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/$file/fedsec3d.pdf), p. 2.

⁶⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 31.

⁶¹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 57.

e oferta de valores mobiliários, bem como o trabalhado dos intermediadores.⁶² A partir do diploma legal de 1933, o paradigma regulatório passou do *merit approach*, utilizado pelos estados-membros, para um modelo de *full disclosure*, i.e., parte do pressuposto que os investidores estariam suficientemente protegidos com tão-somente a ampla, completa e razoável divulgação de todos os detalhes dos investimentos ofertados, não mais analisando detalhadamente cada emissão antes de autorizá-la.⁶³

O *Securities Act of 1933* veio para dar unidade ao tratamento dos valores mobiliários. Seguiu os mesmos moldes que as leis estaduais já utilizavam, i.e., ao mesmo tempo em que listou hipóteses específicas, de cada tipo já existente de valor mobiliário, também listou situações mais amplas, usando tipos abertos.⁶⁴ Em seu art. 2º, o *Act* define o termo *security* como sendo toda nota, ação, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito de garantia, boletim de subscrição, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma *security*, ou, ainda, todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores antes mencionados.⁶⁵

⁶² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 57.

⁶³ HANZEN, Thomas Lee. *Federal Securities Law*. Third Edition. Federal Judicial Center: 2011. Disponível em [www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/\\$file/fedsec3d.pdf](http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/$file/fedsec3d.pdf), p. 2.

⁶⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 60.

⁶⁵ Tradução para o português do artigo original por Nelson Eizirik et al em EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 31. Redação original em *Securities Act of 1933: SEC. 2. (a) DEFINITIONS. —When used in this title, unless the context otherwise requires— (1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, 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*

A redação foi bastante criticada à época por não trazer uma definição de valor mobiliário, mas tão-somente uma enumeração de títulos que caracterizariam um valor mobiliário. Alguns dos títulos enumerados são instrumentos bem conhecidos, facilmente identificáveis, como ações e debêntures. Entretanto, há também referência a expressões vagas, que não têm uma interpretação clara, como “contrato de investimento”. Além disso, a redação utiliza o próprio termo que busca definir, *security*, o que logicamente é um problema.⁶⁶ Coube, portanto, ao poder judiciário, interpretar essas expressões vagas ao analisar casos concretos, e dizer se tratavam-se ou não de *securities*. Os tribunais norte-americanos foram, portanto, em última instância, os responsáveis por definir o alcance do conceito de *security* e de quais operações econômicas submeter-se-iam à fiscalização da SEC.⁶⁷

Dentre os conceitos vagos listados no *Act of 1933*, o ponto de partida foi a interpretação de “contrato de investimento”. Em 1943, a Suprema Corte norte-americana avaliou o caso *SEC v. C.M. Joiner Leasing Corporation*, em que uma companhia utilizou cessões de contratos de arrendamento para oferecer ao público participação em atividade de extração de petróleo. O Judge Jackson aplicou o seguinte teste para verificar se o instrumento utilizado poderia ser considerado um valor mobiliário: (1) a designação do instrumento estava presente nas hipóteses da *Section 2* do *Act of 1933*; ou (2) a designação do instrumento poderia ser enquadrada em um dos conceitos vagos lá previstos, e.g., poderia ser considerado um contrato de investimento. O instrumento do caso foi considerado *security* por constituir um contrato de investimento, embora o termo não tenha sido definido pela Corte.⁶⁸

O *leading case* para a definição de contrato de investimento – ou *investment contract* – foi o caso *SEC v. Howey-in-the-Hills Service Company*, de 1946.

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

⁶⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 32.

⁶⁷ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O atual conceito de valor mobiliário. *In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 212.

⁶⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 32-33.

W. J. Howey Co. e Howey-in-the-Hills Service eram empresas que atuavam no estado da Florida, nos Estados Unidos. W. J. Howey Co. era dona de grandes extensões de terra, em que fazia o plantio de frutas cítricas. Grande parte da plantação era mantida consigo, enquanto outra parte era vendida a terceiros para financiar seus negócios. Lotes de terra para plantio eram ofertados a interessados. Eles podiam adquirir somente o lote de terra, mas também tinham a opção de firmar contratos de prestação de serviços com a Howey-in-the-Hills Service. Os contratos previam a transmissão completa dos direitos de posse sobre a terra, não deixando sequer direito de adentrar no imóvel, ou direito sobre as frutas produzidas. Howey-in-the-Hills Service ficava encarregado do cuidado com a terra, plantação, colheita e destinação do produto final, repassando parte da receita ao contratante.

Os compradores tinham possibilidade fazer outros arranjos com as empresas, mas toda a propaganda das empresas Howey era direcionada a convencer os compradores de que seu arranjo padrão era muito superior. As empresas se aproximavam de possíveis compradores através de um Hotel Resort que possuíam na área das plantações, e prometiam vultuosos resultados aos interessados nos negócios. A maioria dos compradores acabou não sendo fazendeiros ou pessoas entendidas de agricultura ou de negócios com a terra, mas pessoas inexperientes no ramo, no geral incapazes de desenvolver o negócio por conta própria.

A Suprema Corte, ao julgá-lo, entendeu que a empresa não estava meramente vendendo terras para plantio, em realidade ela ofertava publicamente *investment contracts*, contratos de investimento, logo *securities*, que deveriam ser previamente registradas ante o SEC.⁶⁹ O voto do Justice Murphy, em particular, apresentou uma nova definição de *security*, diferente da usada no caso anterior (*Joiner*). Ele disse que:

Para os fins do *Securities Act*, um contrato de investimento (não definido pelo *Act*), significa um contrato, transação ou esquema em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e é levado a esperar lucros somente do esforço do promotor ou de terceiros, sendo irrelevante se as quotas no empreendimento são evidenciadas por certificados formais ou por juros nominais nos bens físicos empregados no empreendimento.⁷⁰

⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 33-43.

⁷⁰ Tradução livre do inglês. Original no caso 320 U.S. 293: *For purposes of the Securities Act, an investment contract (undefined by the Act) means a contract, transaction, or scheme*

É interessante notar que houve um voto dissidente no caso, do *Justice* Frankfurter. Ele entendeu não se caracterizar um contrato de investimento coletivo no caso *Howey* porque (i) os compradores podiam inspecionar as terras antes de comprá-las, e (ii) mais importante, os compradores não eram obrigados a firmar o contrato de serviço, podendo tão-somente a adquirir a terra. I.e., tratar-se-iam de dois negócios distintos, o de compra e venda das terras e o de prestação de serviços.

A definição de contrato de investimento passou, desde então, a ser conhecida como *Howey Definition*.⁷¹ Extrapolando o próprio objeto que buscava definir, a *Howey Definition* passou a ser utilizado como a definição não só de *investment contract*, mas, mais importante, também como a própria definição de *security*. A principal consequência decorrente da *Howey Definition* é que a atenção volta-se à realidade econômica subjacente do instrumento, ao contrário de ater-se à sua forma.⁷² Pode-se dizer que foi com o voto do *Justice* Murphy que se consolidou o sistema material de definição de valores mobiliários. É possível identificar a adesão dos tribunais norte-americanos à *Howey Definition*, a conceituação do caso virou verdadeiro paradigma no direito norte-americano.⁷³ Inúmeros julgados posteriores fazem-lhe referência. Com isso, o direito norte-americano passou a tratar como *security* não só os tradicionais títulos emitidos por sociedades por ações, como debêntures e ações, mas o mais variado conjunto de instrumentos que sirvam para financiar uma ampla gama de atividades, como negócios em glebas de terra, em loteamento, empreendimentos rurais, construção civil, etc., desde que o investimento seja ofertado ao público em geral.⁷⁴

whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise.

⁷¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 34.

⁷² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de "Security" no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974, p. 47-48.

⁷³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 70.

⁷⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de "Security" no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974, p. 48-49.

Da definição é possível extrair quatro elementos que, quando presentes, está caracterizado um valor mobiliário. São eles:

- (a) *investment of money* (investimento em dinheiro);
- (b) *common enterprise* (empreendimento comum);
- (c) *expectation of profits* (expectativa de lucro); e
- (d) *solely from the effort of others* (unicamente com esforço alheio).⁷⁵

Investimento em dinheiro não significa que outros tipos de recursos não caracterizem valores mobiliários, a definição não buscou fazer essa restrição. Qualquer bem apreciável economicamente pode ser utilizado como contribuição para o empreendimento. O importante é que haja o investimento, e que seja com expectativa de auferir lucros.⁷⁶

Empreendimento comum significa que a figura dos valores mobiliários está normalmente associada a um conjunto de pessoas que investe em um negócio, partilhando ativos comuns, com o intuito de obter ganhos financeiros decorrentes do esforço do promotor do negócio ou dos próprios ativos. Surgem problemas para se verificar o elemento do empreendimento comum nas chamadas comunidades verticais pelos tribunais americanos. São assim chamados os casos em que há relação direta entre o investidor e o promotor do negócio ou do instrumento ofertado (e.g., quando há um acordo de distribuição de lucros entre o promotor do negócio e cada investidor individualmente). Os tribunais norte-americanos são divididos, alguns aceitam que uma comunidade vertical configure um empreendimento comum, outros não.⁷⁷

Expectativa de lucros é um dos pontos mais discutidos do *Howey Test*⁷⁸. Significa que uma das características essenciais de um *security* é a expectativa de quem o adquire de obter algum tipo de benefício ou ganho em virtude do investimento realizado (ainda que não haja consenso na jurisprudência norte-americana se os ganhos devem ser destacados ou não do

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 35.

⁷⁶ *Idem*, p. 36-37.

⁷⁷ *Idem*, p. 37-40.

⁷⁸ *Idem*, p. 41.

valor inicial investido)⁷⁹. Evidentemente, quem negocia um valor mobiliário está atrás de ganhos financeiros, busca uma maneira de investir sua poupança particular. Na prática, os tribunais americanos já descaracterizaram diversos instrumentos como não sendo *securities* somente pelo fato de estar ausente a busca por lucros. Em uma ocasião, a Suprema corte já decidiu que ações de uma cooperativa imobiliária não eram *securities* pois o objetivo de sua compra era somente para financiar habitações de baixo custo, descaracterizando a busca por lucros⁸⁰. Em outro caso, participações em planos de previdência pagos por uma empresa a seus funcionários não foram considerados *securities*, pois a expectativa dos funcionários era de que o montante do fundo, ao fim, seria composto pelas contribuições dos empregadores, não pelos ganhos do fundo em si⁸¹.

A última característica essencial de um *security*, conforme o *Howey Test*, é que o investidor espera lucros unicamente através dos esforços de outros. Quer dizer, seria uma passividade do investidor, que não participa da administração do negócio. Ele seria tão-somente um fornecedor de capital.⁸² Entretanto, os tribunais americanos não interpretam literalmente o termo “unicamente” (*solely*), i.e., é possível que haja algum nível de envolvimento do investidor no empreendimento sem que afaste a proteção estatal. Sobretudo em casos envolvendo esquemas de pirâmide, em que o investidor teria que se empenhar para trazer outros participantes ao esquema, o problema foi bastante discutido. O entendimento jurisprudencial, ao fim, é de que, ainda que o empreendimento requeira algum

⁷⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974, p. 51-52.

⁸⁰ Decisão do caso *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*. Precedente retirado de EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 41.

⁸¹ Decisão do caso *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*. Precedente retirado de EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 41.

⁸² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974, p. 54.

envolvimento do investidor, pode ser considerado *security*, se as funções ou obrigações essenciais para o sucesso do empreendimento tenham sido desenvolvidas por terceiros.⁸³

Ainda que o *Howey Test* originalmente exija essas quatro características presentes para que um instrumento seja considerado um *security*, a doutrina mais recente norte-americana, observando os julgados, defende que nem todas características precisem, necessariamente, estar presentes. Não se pode fazer uma análise de antemão que diga se o instrumento é ou não *security*. Deve-se sempre verificar, no caso concreto, a natureza econômica subjacente do instrumento.⁸⁴

⁸³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 44.

⁸⁴ *Idem*, p. 45.

3.2. O DESENVOLVIMENTO DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

É interessante notar que, ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, em que a regulação da emissão de valores mobiliários a nível federal e a criação de uma autarquia especificamente com tal atribuição surgiu como resposta a uma crise (o *crash* da bolsa, de 1929), no Brasil, esse movimento surgiu com a intenção de estimular o mercado de valores mobiliários, não como resposta a uma crise. No entanto, como será visto adiante, a mudança de paradigma que ocorreu no direito brasileiro em 1998-2001, da acepção restritiva de valores mobiliários à acepção ampla, esta sim deu-se como resposta a problemas na (falta de) regulação do mercado de valores mobiliários.

O Brasil tentou desenvolver o mercado de capitais com a edição da Lei 4.728/65, considerada a primeira lei de mercado de capitais brasileira.⁸⁵ Foi ela que, praticamente, consagrou a utilização do termo "valores mobiliários" no Brasil, que até então nos era estranha.⁸⁶ Entretanto, a Lei 4.728/65 não definiu o que era um valor mobiliário.⁸⁷

Uma definição legal de valor mobiliário apareceu, no Brasil, somente com a edição da Lei 6.385/76. A mesma lei criou a CVM e submeteu toda emissão e distribuição de valores mobiliários a ela. Sobre o âmbito de incidência da lei, e a definição de valores mobiliários que trouxe, assim dizia, em seu texto original:

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 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.

⁸⁵ SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004, p. 141.

⁸⁶ BULGARELLI, Waldírio. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 37, 1980, p. 99.

⁸⁷ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 217.

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 no regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Como se percebe, o legislador brasileiro optou nitidamente pela aceção restritiva de valores mobiliários. A lei tão somente enumerou alguns títulos, atribuindo-lhes, legalmente, o status de valor mobiliário. Nota-se que não há qualquer hipótese aberta. Todos os títulos inicialmente citados são bem conhecidos, típicos, fechados, não se podendo cogitar algum tipo de enquadramento de novos títulos ou contratos nas hipóteses ali descritas (ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos emitidos por sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional). Diferentemente da definição americana de *security*, do *Securities Act*, a lei definiu valor mobiliário como, basicamente, os títulos emitidos por sociedades anônimas passíveis de negociação em bolsas de valores e no mercado de balcão. Privilegiou-se a forma do título e a natureza da Pessoa Jurídica emissora, em detrimento da materialidade do título, sua função econômica.⁸⁸

Essa opção legislativa teve inspiração no direito francês, em seu conceito de *valeur mobilière*. Inclusive a terminologia utilizada pela lei, e utilizada até hoje - valor mobiliário - é uma tradução do termo francês.⁸⁹ Trata-se de uma opção por um conceito muito mais limitado do que o verificado nos Estados Unidos.⁹⁰

⁸⁸ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O atual conceito de valor mobiliário. *In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 219.

⁸⁹ *Idem*, p. 218.

⁹⁰ WALD, Arnaldo. *O Mercado futuro de índices e os valores mobiliários*. *In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT. nº 57, pp. 5-18, 1985, p. 13.

A enumeração originalmente contida na lei 6.385/76 era taxativa e não apenas exemplificativa. Além disso, era tipicamente formal ou instrumental. Ou seja, a lei considerava determinados títulos como valores mobiliários para os fins a que se propunha, i.e., delimitar a atuação da recém criada CVM. Desse modo, poder-se-ia, em tese, admitir a existência de outros valores mobiliários, não abrangidos pela definição da lei.⁹¹ Isso traria um problema, pois colocaria a cargo do Banco Central a competência residual de regular e fiscalizar esses outros valores mobiliários, não abrangidos na listagem da lei. Restaria o problema de conceituar esses outros valores mobiliários.⁹²

A doutrina já vinha alertando, desde 1985 pelo menos, sobre a necessidade do direito brasileiro adotar uma concepção mais ampla de valores mobiliários, capaz de abarcar mais facilmente novos instrumentos criados pelo mercado, nas mais diversas hipóteses de empreendimentos, sem deixar o investidor à margem da proteção estatal. Dentre as situações problemáticas, incluem-se os contratos negociados em bolsas de mercadorias e de futuros, ou quaisquer outros contratos de investimento oferecidos publicamente.⁹³

Com o intuito de trazer outros instrumentos para o controle da CVM, diversos decretos e resoluções foram editados após a entrada em vigor da lei 6.385/76. Esse é um dos grandes inconvenientes de se adotar uma concepção estrita de valores mobiliários. Sempre que a realidade econômica criar novos instrumentos que se comportem como valores mobiliários e, portanto, necessitem residir abaixo do guarda-chuva regulatório estatal, é necessário um movimento legislativo (adicionando novas hipóteses diretamente na lei) ou, no mínimo, administrativo (regulando o inciso III do art. 2º, que delega ao Conselho Monetário Nacional a possibilidade de emitir resolução com novas hipóteses), para incluí-los. Como sabemos, nem sempre a atividade administrativa acompanha a velocidade inovadora do mercado, que dirá a legislativa.

⁹¹ *Idem*, p. 6.

⁹² ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 220.

⁹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 59, 1985, p. 30.

Assim, leis e regulações adicionaram ao rol: (a) índices representativos de carteiras de ações; (b) opções de compra e venda de valores mobiliários;⁹⁴ (c) notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinadas à oferta pública (*commercial papers*);⁹⁵ (d) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções e certificados de depósito;⁹⁶ (e) cotas de fundos imobiliários;⁹⁷ certificados de investimentos audiovisuais;⁹⁸ (f) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica;⁹⁹ e (g) certificados de recebíveis imobiliários - CRI^{100, 101}

O divisor de águas para o direito brasileiro adotar a acepção ampla de valores mobiliários foi a Medida Provisória 1.637/98 (posteriormente convertida na Lei 10.198/01), editada pelo Pres. Fernando Henrique Cardoso.¹⁰² Percebe-se a característica distinta dessa medida em relação às leis que inauguraram, no Brasil, a regulação do mercado de capitais, que tinham como objetivo preponderante incentivar o mercado e não responder a uma crise.

A medida surgiu como resposta a problemas enfrentados no mercado de capitais brasileiro decorrente de quebras que prejudicaram muitos investidores. O caso mais emblemático foi o da Fazenda Reunidas Boi Gordo, que comercializava contratos de boi gordo.

O sistema de negociação de contratos de boi gordo (também utilizado por diversas outras empresas) é semelhante ao de um clube de investimentos. O empreendedor, chamado de “parceiro tratador e criador”, oferta títulos representativos de participação no negócio de compra, engorda e venda de bovinos. O investidor, chamado de “parceiro proprietário”, aplica

⁹⁴ O Decreto-lei 2.286/86 acrescentou tanto os índices representativos de carteiras de ações, quanto as opções de compra e venda de valores mobiliários.

⁹⁵ Resolução nº 1.723/90 do Conselho Monetário Nacional.

⁹⁶ Resolução nº 1.907/92 do Conselho Monetário Nacional.

⁹⁷ Lei nº 8.668/93.

⁹⁸ Lei nº 8.685/93, regulamentada pelo Decreto nº 974/93.

⁹⁹ Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.405/97 e Instrução nº 267/97 da CVM.

¹⁰⁰ Art. 6º da Lei nº 9.514/97 e Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.517/98.

¹⁰¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 54-55.

¹⁰² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 161.

seus recursos no negócio, adquirindo os títulos. O empreendedor compromete-se a distribuir aos investidores o lucro resultante da venda dos animais.¹⁰³

Esse tipo de emissão não passava por qualquer tipo de regulação até 1998. Embora já se entendesse que a enumeração não fosse taxativa, havia o problema de não estar prevista a emissão de captação por sociedades limitadas (o inciso III, art. 2º da Lei 6.385 só se referia a títulos emitidos por sociedades anônimas¹⁰⁴) e de sempre se pensar em valores mobiliários como instrumento de investimento em capital ou empréstimo, não como esquema de parceria.

Quando o negócio ruiu, houve grande repercussão. Em seguida, a CVM editou uma instrução enquadrando o caso como emissão de valores mobiliários. Entretanto, percebeu-se a fragilidade do sistema restritivo de caracterização de valores mobiliários, sobretudo frente à criatividade dos participantes do mercado de capitais.¹⁰⁵

O art. 1º da MP 1.637 dispôs que:

Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 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 terceiros.

Colocou-se no texto legal uma definição um tanto quanto abrangente de valores mobiliários ao se utilizar o conceito de contrato de investimento coletivo.¹⁰⁶ É nítida a inspiração no conceito norte-americano de *investment contract*, não só por utilizar uma tradução quase literal, mas por também elencar elementos praticamente iguais aos utilizados pelo *Howey Test* para definir um contrato de investimento.¹⁰⁷ Segundo Nelson Eizirik, o direito

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 124.

¹⁰⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros. *A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo e outros”)*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997, p. 95.

¹⁰⁵ SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004, p. 142.

¹⁰⁶ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 161.

¹⁰⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 175.

brasileiro incorporou o conceito norte-americano de *security*, tal como interpretado pela jurisprudência de seus tribunais.¹⁰⁸

Pode-se encontrar no texto da MP 1.637 todas as quatro características que, se presentes, configuram um *security: investment of money* (investimento em dinheiro), mitigado pela jurisprudência norte-americana, ao aceitar qualquer forma economicamente apreciável de investimento, está presente ao texto utilizar o termo investimento em “contrato de investimento”; *common enterprise* (empreendimento comum) está presente no “coletivo” de “contrato de investimento coletivo”; *expectation of profits* (expectativa de lucro) extrai-se da menção aos rendimentos em “cujos rendimentos”; *solely from the effort of others* (unicamente com esforço alheio) está na parte final “cujos rendimentos advêm do esforço de empreendedor ou de terceiros”.

Ao caracterizar o contrato de investimento coletivo como valor mobiliário, o legislador fez mais do que meramente trazer uma nova hipótese na enumeração dos valores mobiliários. Ele realizou uma verdadeira mudança de paradigma no modelo de definição de valores mobiliários, abandonando a acepção estrita, de influência francesa, para a acepção ampla, do direito norte-americano. Isso acarretou em um alargamento bastante grande da competência fiscalizatória da CVM.¹⁰⁹

A definição brasileira ainda faz menção a “quando ofertados publicamente”, uma característica muito importante para a incidência regulatória da CVM. A negociação privada de valores mobiliários não caracteriza emissão fiscalizável pela CVM. Somente quando ofertados publicamente, a emissão de valores mobiliários deve ser registrada na CVM. Segundo José Eduardo Queiroz, “Não há que se falar em aplicação das disposições da Lei 6.385/76 ou de qualquer outra regulamentação dos mercado de capitais sobre valores mobiliários que sejam negociados privadamente, não sendo objeto de oferta pública.”¹¹⁰ Isso já era verdade para os instrumentos enquadrados antes da MP 1.637, ela somente incluiu

¹⁰⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 56.

¹⁰⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros. *A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo e outros”)*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997, p. 96.

¹¹⁰ QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. *Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, nº 41, 2008, p. 123.

menção à oferta pública para deixar claro que os negócios privados de contratos de investimento coletivo permanecem à margem da CVM.

4. APLICAÇÕES DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

O conceito de valor mobiliário tem relevância, na prática jurídica brasileira, sobretudo ao se analisar emissões públicas de títulos que seus emissores tentam caracterizar como meros títulos de crédito ou outros títulos não regulamentados pela CVM, quando, sob uma ótica mais detalhada, percebe-se serem de fato contratos de investimento coletivo.

Emitir valores mobiliários de forma irregular, i.e., sem o prévio registro na CVM, pode trazer consequências de ordem civil, administrativa e penal.¹¹¹ Na esfera administrativa, a entidade (normalmente pessoa jurídica de direito privado) pode ter que responder a processo administrativo no âmbito da CVM, que pode determinar tanto a suspensão ou cancelamento da emissão, quanto a incidência de multa.

Na esfera civil, pode ocorrer tanto a nulidade da subscrição dos valores mobiliários emitidos, quanto a responsabilidade civil da companhia e administradores.

Na esfera penal, os dirigentes da entidade responderem a processo criminal, por infração à lei 7.492/86 (lei do colarinho branco), art. 7º, inciso II, cuja redação é:

Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários:

I - falsos ou falsificados;

II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados;

III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação;

IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida:

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa. (grifos meus)

¹¹¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 175.

Os dois casos mais notórios de emissão irregular, no Brasil, são os da Fazenda Boi Gordo, de 1996, e da Avestruz Master, de 2003. Ambos são amplamente comentados na doutrina¹¹²¹¹³, motivo pelo qual não serão analisados novamente aqui.

4.1. CASO BOVINUS

Bovinus Tecnologia em Pecuária S/A era uma empresa que oferecia ao público os típicos negócios de engorda de boi. É um caso muito similar ao clássico caso da Fazendas Reunidas Boi Gordo, o que não é coincidência: um dos dirigentes da Bovinus era representante comercial das Fazendas Reunidas Boi Gordo e se inspirou nela para lançar o negócio da Bovinus.

A Bovinus emitia, em um primeiro momento, um título típico brasileiro chamado de Cédula de Produto Rural - CPR, regulado pela lei 8.929/94. Essa emissão das CPRs foi objeto de análise no processo RJ5792/RJ da CVM. Na ocasião, a CVM concluiu que a empresa subverteu a lógica dos CPRs, e estava, na prática, emitindo verdadeiros contratos de investimento coletivo publicamente sem o devida registro. Com base nisso, o colegiado da CVM, através da deliberação nº 341, decidiu pela suspensão imediata da venda e distribuição pública dos CRPs.

Após essa deliberação, a Bovinus buscou adequar seu negócio, e alterou o modelo das CRPs que emitia para tentar enquadrá-las na lei 8.929. Acabaram por alterar muito pouco as CRPs, no que nos interessa somente incluíram uma menção à lei 10.200/01, que instituiu a

¹¹² Sobre contratos de boi gordo, ver CRUZ, Diogo Merten. *O mercado de valores mobiliários e o direito do consumidor: a defesa investidor-consumidor por meio do diálogo das fontes*. Porto Alegre, 2012, p. 10; VERÇOSA, Haroldo Malheiros. *A CVM e os contratos de investimento coletivo ("Boi Gordo e outros")*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997, pp. 91-115; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 74; e ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, 2006, p. 221.

¹¹³ Sobre o caso Avestruz Master, ver JULIO RAMALHO DUBEUX. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros*. Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 65.

possibilidade de liquidação financeira das CRPs, criando uma espécie de Cédula de Produto Rural Financeiro - CRPF.

Além disso, a Bovinus entrou com pedido de registro de oferta pública de contratos de investimento coletivo junto à CVM, que fora concedido.

A CVM, analisando o novo título emitido pela Bovinus, instaurou novo processo administrativo, desta vez sobre os CRPFs, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/08. Nele, analisam se a CRPF que a Bovinus passou a emitir após alterar o modelo do seu título inicial se enquadrava como CRPF, ou se continuava sendo um contrato de investimento coletivo disfarçado. O relator do caso assim dispôs sobre o assunto, *verbis*:

Dito isso, ao analisar o caso concreto, noto que a discussão relativa às características dos títulos oferecidos não foi debatida pelos acusados. Ao contrário, confirmou-se, nas defesas apresentadas, que os títulos oferecidos possuíam "liquidação financeira" e "garantia de remuneração pecuniária", tornando a discussão incontroversa.

Sobre o assunto, o acusado apenas alegou, genericamente, que as características dos títulos, per se, não os tornam valores mobiliários. No entanto, conforme bem esclareceu a acusação, os títulos oferecidos devem ser, sim, considerados valores mobiliários em razão do que dispõe o inciso IX, do artigo 2º, da Lei 6.385/76, pelo qual, "são valores mobiliários" "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", "quando ofertados publicamente".

Nota-se, assim, que a questão central reside na realização de oferta pública, ou privada, dos títulos emitidos pela Bovinus. Aqui está instaurada a controversa, pois, na defesa, afirmou-se que a oferta pública "não restou configurada".

Como se vê, a CVM não analisou propriamente se o título continha as características definidas no *Howey Test*, mas tão-somente fez menção ao dispositivo legal que define os contratos de investimento coletivo, deixando subentendido que os CRPFs se encaixam no conceito. O aspecto que a CVM analisou com mais detalhes foi se a oferta dos CRPFs foi pública.

Quanto a isso, a CVM decidiu que, sim, os CRPFs foram ofertados publicamente, tendo em vista uma festa realizada em um espaço denominado "Recanto das Águas", aberta ao público, em que ocorram vendas de títulos. Além disso, enumera os seguintes elementos que indicam a oferta pública pela Bovinus:

(i) a constatação acerca da existência de escritórios da empresa, com estrutura física para o atendimento de clientes; (ii) a presença de uma equipe de corretores; (iii) adesivos de divulgação para utilização em automóveis, constando site da empresa e telefones de contato, com mensagem a "BOVINUS – Seu investimento em gado"; (iv) eventos públicos para divulgação e venda de produtos (CPRs e CPRFs), como coquetel de inauguração de escritório e festa em casa de eventos; (v) material de trabalho dos vendedores, como "folders" e planilhas de vendas; (vi) "banners" de divulgação postos em frente ao escritório da empresa; (vii) divulgação de produto em ambientes de trabalho de clientes já estabelecidos; e (viii) utilização de mídia impressa, com anúncio na "Revista FOCO", de acordo com depoimento de um dos vendedores da Bovinus.

Com isso, a CVM concluiu que as CRPFs são sim contratos de investimento coletivos, ofertados publicamente, logo tratou-se de emissão irregular, ainda que a Bovinus tenha feito registro de oferta pública de contratos de investimento coletivo: ela acabou por não utilizar os instrumentos que registrou, optou por continuar usando os CRPFs irregularmente.

Em relação ao mesmo caso, há a repercussão na esfera penal, em que o dirigente da Bovinus, Cláudio Resende Oliveira, é acusado de crime contra o Sistema Financeiro Nacional, pelos incisos II e III do art. 7º, Lei 7.492/86, i.e., por emissão de valores mobiliários sem registro prévio (II) e sem lastro ou garantias suficientes (III). O caso foi analisado pelo TRF da 1ª Região na Apelação Criminal 0016622-33.2007.4.01.3400 (2007.34.00.016717-9)/DF, julgado em 2010. Nele, o juíza convocada relatora do caso transcreveu parte da sentença de 1º grau que enquadrou a emissão da Bovinus como contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, e usou-a como argumento para negar a apelação de Cláudio. É o trecho:

Em segundo lugar, faz-se necessário esclarecer se as tais Cédulas de Produto Rural constituem títulos ou valores mobiliários.

Nos termos do artigo 2º da Lei no 6.385/76, são valores mobiliários:

“inciso 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”.

Por sua vez, a Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998, estabelece que:

“Art. 2º - Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, contratos de investimentos 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”.

Em termos mais simples, valores mobiliários são títulos negociáveis representando direitos de sócios ou, como é o caso de interesse para o presente processo, de empréstimos a longo prazo, presente sempre a idéia de que se trabalha com recursos de terceiros, na qualidade de investidores 2.

Analisando as CPRs cujas cópias se encontram nos autos, percebe-se que, por intermédio destas, a empresa BOVINUS se comprometia a pagar na data do vencimento constante da cártula, em moeda corrente, a importância resultante da multiplicação do preço da arroba de vaca gorda (ou vacas boiadeiras, bezeros anerolados, novilhas) pela quantidade de arrobas indicadas no título. Em outras, o compromisso era de entrega da quantia estipulada de cabeças de gado vaca boiadeira, boi gordo ou outras, com garantia de engorda em percentual determinado. Além disso, os contratos previam que, no momento do resgate, seria feita a conversão da totalidade de arrobas indicadas na CPR em moeda corrente, utilizando a cotação do preço da arroba do dia do efetivo abate do gado

Trata-se, como se vê, de contratos de investimento coletivo, já que a sua finalidade última era a obtenção de um direito de remuneração. Com a emissão e comercialização das CPRs ocorria a captação de recursos de investidores, os quais teriam o retorno de seu investimento a longo prazo, adquirindo um direito de remuneração.

As cédulas sob análise, portanto, ao gerarem direito de remuneração para o adquirente e representarem empréstimos a longo prazo para o emittente, constituem verdadeiros contratos de investimento coletivo. Resta perquirir se tais contratos teriam sido ofertados publicamente, constituindo, assim, valores mobiliários.

Nessa análise, é possível identificar mais claramente aplicação das características do *Howey Test*. O investimento em dinheiro está no preço pago pela CPR. O empreendimento comum está na participação no negócio de engorda de bovinos que era ofertada ao público, negócio esse desenvolvido somente pela Bovinus, sem envolvimento dos investidores, estando aí a característica “unicamente com esforços alheios”. A expectativa de lucros está no valor que a Bovinus se comprometia a pagar na data do vencimento da CPR.

Verifica-se que o Poder Judiciário foi mais técnico ao enquadrar os títulos ofertados pela Bovinus como contratos de investimento coletivo. A CVM parece preocupada mais com o aspecto público da oferta do que propriamente com as características do título ofertado. De qualquer sorte, percebe-se como é importante a legislação observar a materialidade do instrumento para caracterizar valor mobiliário. Fosse um sistema formal, talvez a forma do título prevalecesse, seria somente um título de crédito, passando à margem da fiscalização da CVM e com potencial lesivo à poupança pública muito maior.

4.2. PEDIDO DE DISPENSA DE REGISTRO POR ITAÚ BBA S/A À CVM

Não se trata propriamente de um caso contencioso, não houve atuação fiscalizatória da CVM, nem processo penal, mas um pedido de dispensa de registro de uma oferta pública de cédulas de crédito bancário, solicitado pelo Itaú BBA S/A, sobre a emissão de cédulas de crédito bancário - CCBs - emitidas pela Bracor Investimentos Mobiliários LTDA.

A cédula de crédito bancária é um título de crédito emitido em favor de uma instituição financeira, representando uma promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade. É regulada pela lei 10.931/04. O banco Itaú, prevendo que eventualmente poderia ser questionado perante a CVM se a emissão dos CCBs caracterizaria oferta pública de valores mobiliários, realizou uma consulta preventiva, perguntando justamente se o registro de oferta seria necessário.

Foi no processo CVM Nº RJ2007/11.593 de 2008 que a CVM avaliou o pedido. Nele, a CVM fez uma detalhada análise sobre a definição de valores, passando desde a primeira definição legal de valor mobiliário, trazida pela lei nº 6.385/76, o dilema enfrentado por se adotar um sistema fechado de caracterização, a doutrina americana do Howey Test, e como a Medida Provisória nº 1.637/98 incorporou o conceito americano. Sobre a incorporação das características do Howey Test¹¹⁴ na lei 6.385 (alterada pela lei 10.303/01), a CVM disse:

2.10 Analisando este conceito, a doutrina e a jurisprudência norte-americanas destacam cinco elementos:

- i. para que estejamos diante de um *security*, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento;
- ii. a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando se ele é um título ou contrato ou conjunto de contratos;
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;
- iv. o investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho; e

¹¹⁴ A CVM fala em 5 características. Além das 4 que explico no capítulo 3.1, eles adicionam o fato da forma do instrumento utilizado ser irrelevante. Não me parece que essa seja uma característica de um contrato de investimento coletivo como as outras 4. As outras impõem limitações, i.e., dizem como deve ser o instrumento. Essa quinta parece falar mais de uma consequência das outras 4, que o instrumento não tem uma forma específica.

v. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.

2.11 Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei no 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

- i. deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte- americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");
- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e
- vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").

A análise da CVM foi extremamente técnica e precisa nesse caso. Eles inclusive fizeram referência ao *Howey Test* para buscar a origem das características que determinam um valor mobiliário, algo que, embora enriqueça o conceito, não seria estritamente necessário, tendo em vista que a lei brasileira explicitou quais características precisam estar presentes no título. O caso é importante por reconhecer o critério inspirado no direito americano. Ele inclusive inaugurou um precedente reutilizado pela própria CVM em decisões futuras, como se pode ver, e.g., no Caso Rancho Belo, processo CVM Nº RJ2007/13207, também de 2008, fazendo referência ao processo CVM Nº RJ2007/11.593:

3.2 Conforme decisão recente deste colegiado, são os seguintes os requisitos para a caracterização de um valor mobiliário de acordo com esse dispositivo legal:

- i. deve haver um investimento;
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato;
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio;
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de remuneração;

- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e
- vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública.

O resultado da consulta à CVM foi no sentido de que os CCBs têm todas as características de um valor mobiliário, e assim serão consideradas se ofertadas publicamente e a instituição financeira emissora exclua sua responsabilidade no título (pois, caso contrário, cairia na exceção da lei 6.386, art. 2º, §1º, II, que exclui da competência da CVM "os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures").

5. CONCLUSÃO

O mercado de capitais, no Brasil, passou a ter tratamento jurídico somente partir da metade do século XX, especificamente a partir da primeira lei que tratou do mercado de capitais, Lei nº 4.728/65, e da primeira lei que definiu valor mobiliário e que criou a CVM, Lei nº 6.385/76. Era um momento em que o mercado de capitais brasileiro ainda era muito fraco, com poucas operações. A recém criada CVM tinha como âmbito de atuação os títulos que se enquadrassem no conceito de valor mobiliário. Com isso, vimos a importância de conceituar valor mobiliário: determina até aonde pode ir a CVM.

Inicialmente, o legislador brasileiro adotou uma aceção de valor mobiliário inspirada no *valeur mobilière* francês. Essa aceção é marcadamente formal, i.e., atenta à forma do título para determinar se é valor mobiliário ou não. Basicamente, o legislador enumerou uma lista de títulos que seriam valores mobiliários. Estando ali o título, sua emissão se submeteria à CVM; caso contrário, não se submeteria.

Essa aceção rígida trouxe problemas práticos. Empresas emitiam títulos com características formais distintas daqueles títulos presentes no rol da Lei nº 6.385/76, fazendo com que não se submetessem à CVM, ainda que na essência fossem valores mobiliários. A CVM e o legislador poderiam responder ao problema incluindo o título no rol, mas essa alteração é trabalhosa, burocrática e normalmente não responde rapidamente às necessidades da vida concreta.

Para resolver esse problema, em 1998, o Poder Executivo Federal editou a Medida Provisória nº 1.637/98, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/01. Ela incluiu um único tipo de instrumento no rol de valores mobiliários, o contrato de investimento coletivo. Entretanto, esse contrato de investimento coletivo, inspirado no *investment contract* do direito norte-americano, inaugurou no Brasil uma nova maneira de se caracterizar valor mobiliário, o modelo material. Não mais se atentaria à forma do instrumento, mas à sua realidade econômica subjacente. Através da identificação de algumas características materiais chave, qualquer título poderia se enquadrar no conceito de contrato de investimento coletivo. Assim, não mais o legislador nem a CVM precisariam constantemente atualizar o rol, podendo a CVM fiscalizar mais eficientemente o mercado de capitais. Foi um grande avanço que o legislador promoveu para melhor regular o mercado de valores mobiliários.

Essa mudança na caracterização de valor mobiliário alterou a maneira como a CVM fiscaliza o mercado de capitais. Mexeram na equação liberdade de iniciativa *versus* proteção da poupança popular. Colocar esses dois valores jurídicos contrapostos é tarefa do poder público ao decidir como regular o mercado. A mudança para a aceção material fez o equilíbrio deslocar-se no sentido da proteção da poupança popular, pois, no final de contas, permitiu maior ingerência da CVM no mercado de capitais.

Por outro lado, reconhecendo que abafar em demasia a liberdade de iniciativa é pernicioso à economia, a CVM também tem tomado medidas no outro sentido. Prova disso é a recente alteração que a CVM efetuou no procedimento de registro simplificado para registro de ofertas de valores mobiliários, através da Instrução CVM nº 575, que alterou a Instrução CVM nº 471 (a que originalmente prevê o procedimento simplificado). Nela, e.g., a CVM retirou a regra de conversão automática do procedimento simplificado no ordinário quando não observado o prazo de 20 dias para ser entregue à CVM documentos relativos ao cumprimento de exigência que ela fizer. Por outro lado, incluiu possibilidade de prorrogação desse prazo de 20 dias, uma única vez, por mais 10 dias. A CVM também flexibilizou a exigência do ofertante divulgar ao mercado que protocolou pedido de análise para registro de oferta pública: exigia-se a divulgação em jornal de circulação, habitualmente utilizado pelo ofertante; passou-se a permitir quaisquer canais de comunicação habitualmente utilizados pelo ofertante para divulgação de fatos relevantes.

Pôde-se perceber, também, a falta de capacidade da CVM de fiscalizar adequadamente a oferta irregular de valores mobiliários. A quantidade de casos levados a processo administrativo é ínfima. Além disso, a CVM acaba, na prática, só investigando os casos em que algum credor foi efetivamente lesado, uma atuação repressiva. Nada impede que a CVM aja de modo preventivo. Muito pelo contrário, seria o ideal. O que se vê, no entanto, é a CVM investigando reclamações de investidores prejudicados. Enquanto isso, ocorrem diariamente ofertas públicas irregulares de valores mobiliários, passando despercebidas pela CVM. Como exemplo, as comuns ligações telefônicas que indivíduos recebem de corretores imobiliários, oferecendo participação em empreendimentos imobiliários. Isso nada mais é do que uma oferta pública irregular de valores mobiliários.

6. BIBLIOGRAFIA

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros. nº 142, pp. 203-247, 2006.

BULGARELLI, Waldírio. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. nº 37, 1980, pp. 94-112.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial, vol. 1: direito de empresa*. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 163.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa*. 17 Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

CRUZ, Diogo Merten. *O mercado de valores mobiliários e o direito do consumidor: a defesa investidor-consumidor por meio do diálogo das fontes*. Porto Alegre, 2012.

DUBEUX, JULIO RAMALHO. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros*. Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *Os valores mobiliários na nova lei das S/A*. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: RT. nº 124, pp. 72-79, 2001.

HANZEN, Thomas Lee. *Federal Securities Law*. Third Edition. Federal Judicial Center: 2011. Disponível em [www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/\\$file/fedsec3d.pdf](http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/fedsec3d.pdf/$file/fedsec3d.pdf)

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

KAHNEMAN, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de "Security" no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974, pp. 41-60.

LOSS, Luis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen: Aspen Law & Business, 1998, p. 8.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 59, 1985, pp. 30-55.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. *Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: RT, nº 41, 2008, pp. 121-126.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 108, 1997, pp. 101-115.

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Disponível em <https://www.gutenberg.org/files/3300/3300-h/3300-h.htm#link2HCH0022> .

SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004, pp. 136-147.

STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Service, Vol. 2, Nº 1. Spring ,1971, pp. 3-21

THALER, Richard H.; SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. New York: Penguin Books, 2009.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros. *A CVM e os contratos de investimento coletivo ("Boi Gordo e outros")*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997, pp. 91-115.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. Milano: Francesco Vallardi, 1929, v. 3.

WALD, Arnaldo. *O Mercado futuro de índices e os valores mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT. nº 57, pp. 5-18, 1985.