

# Valores mobiliários no Direito brasileiro e no Direito comparado

Guiomar T. Estrella Faria

Professora de Direito Comercial da Faculdade de Direito da UFRGS e da Escola Superior da Magistratura - AJURIS  
Mestranda em Direito dos Negócios - UFRGS

## SUMÁRIO:

Título: Valores mobiliários no Direito brasileiro e no Direito comparado; Introdução: A noção de valores mobiliários; 1ª Parte: A noção de valores mobiliários, no Direito brasileiro e no Direito comparado; 2ª Parte: A importância dos valores mobiliários no Direito comparado e no Direito brasileiro; Conclusão: A ampliação do conceito de valores mobiliários.

## Introdução

### Importância e atualidade do tema

Não se pode abordar com seriedade qualquer tema da disciplina jurídica, denominada no continente europeu de Direito dos Negócios (*Droit des Affaires*, que tem no direito inglês e americano a denominação equivalente *Business law* e que, ao nosso ver, ultrapassa as fronteiras do tradicionalmente denominado *Direito Comercial*<sup>1</sup>), não se pode abordar, repetimos, quaisquer itens de sua vasta temática sem ter presentes as estreitas relações entre Economia e Direito e as interpretações dos conceitos básicos das duas disciplinas.

Essa afinidade bastante estreita, no Direito Econômico<sup>2</sup>, também acentuada no Direito Europeu<sup>3</sup>, vem sendo objeto de extensos estudos nos Estados Unidos da América, onde se formou verdadeira escola: *Economic Analysis Law*.

Não é nosso objetivo retomar o tema da *Interpretação Econômica do Direito*<sup>4</sup>, não podemos deixar, no entanto, de buscar na Teoria Econômica os conceitos básicos e mesmo elementos teórico-doutrinários indispensáveis à correta caracterização do tema que nos propusemos abordar.

Trata-se de analisar a problemática jurídica relacionada a *valores mobiliários, negociados no mercado de capitais*.

As três expressões, acima grifadas, inseridas em textos de normas jurídicas, são significantes de conceitos econômicos básicos, incorporados pelo direito (ou recepcionados por ele, como preferem os autores portugueses).

Não somente são *incorporados* os conceitos econômicos, como *operacionalizados*, já que as normas pelas quais são absorvidos vão reger uma atividade nitidamente econômica, uma *atividade de mercado*.

A clara definição dos conceitos econômicos que informam o tema que vamos examinar não é o único fator da sua importância e atualidade.

Os valores mobiliários, quer na sua aceção restrita, como os encontramos no direito brasileiro e no direito europeu continental, ou na aceção mais ampla - as *securities*, do direito norte-americano -, desempenham importante papel, no fortalecimento das empresas e na perspectiva vislumbrada aos investidores, de obterem rendimentos, sem se desviarem de suas atividades habituais.

Não se restringem à esfera privada, às relações entre companhia emissora e investidor, a importância e atualidade do tema Valores Mobiliários.

Em primeiro lugar, porque a própria disciplina jurídica (Direito Comercial, Direito das Empresas, Direito dos Negócios), em que se inserem as normas que as regem, tem

o seu enquadramento no *Direito Privado* - resultado da clássica divisão romana entre *Publicum Jus* e *Jus Civile* ou *Privatum* - bastante discutida, modernamente.

Em segundo lugar, porque, mesmo que não houvesse o Estado Legislador se reservado a severa fiscalização do mercado de capitais, numa atitude nitidamente intervencionista<sup>5</sup>, a importância das operações no mercado de capitais está diretamente ligada ao desenvolvimento econômico: aumento da produção, criação de empregos e geração de tributos.

A atualidade do tema decorre das próprias condições atuais da economia brasileira, em recessão, e da insegurança, que retraem os mercados e imobilizam os investidores e, conseqüentemente, desviam as poupanças para aplicações financeiras, meramente especulativas, com prejuízo dos investimentos em atividades economicamente produtivas, com o que operam o círculo vicioso da *recessão-inflação*.

Este trabalho é resultado de pesquisa bibliográfica, e objetiva uma análise comparativa entre o direito brasileiro e alguns sistemas jurídicos estrangeiros e pretende demonstrar sua importância jurídica e econômica para nosso País.

## 1ª Parte

### A noção de valores mobiliários, no Direito brasileiro e no Direito comparado

#### a) A Noção de Valores Mobiliários

O legislador brasileiro, fugindo ao que seria a natural vocação de um direito codificado, com raízes no continente europeu, em que predominam preocupações conceituais, simplesmente optou por listar o que entendeu por *Valores Mobiliários*, em enumeração que, de imediato, explica ter caráter meramente exemplificativo, já que o próprio texto prevê a hipótese de criação de novos títulos (Lei 6385/76, art. 2º).

Assim, a mera leitura do texto legal apenas vai nos dizer que tais e tais títulos são *Valores Mobiliários* e que outros não o são, ressaltando ainda a hipótese de virem a ser

criados outros, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Por outro lado, os autores brasileiros que se dedicaram ao exame do assunto também não foram muito além do legislador<sup>6</sup>. Podem ser destacados, na literatura nacional, como os melhores esforços para caracterizar os valores mobiliários, no direito brasileiro, os trabalhos de Ary Oswaldo de Mattos Filho<sup>7</sup> e de Nelson Eizirik<sup>8</sup>, de que destacamos, especialmente, o primeiro, pela abordagem multifacetária e o valor da pesquisa realizada.

Ambos concordam sobre um aspecto: a necessidade de caracterização dos valores mobiliários, quando mais não fosse, para estabelecer *limites* bem claros à intervenção, tanto do Banco Central do Brasil, como do Conselho Monetário Nacional sobre os negócios - ou normatizando, ou fiscalizando o mercado.

A caracterização do que venham a ser *Valores Mobiliários* pela Lei 6.385 - mera listagem, como vimos - objetivou apenas estabelecer quais, entre eles, serão negociados no mercado de valores mobiliários, sob a fiscalização da CVM e do Conselho Monetário Nacional, e quais deles, por outro lado, permanecem sob a égise fiscalizadora do Banco Central do Brasil e são negociados no *Mercado de Capitais*.

Neste último caso estão os *Títulos da Dívida Pública* e os *Títulos Cambiais de Responsabilidade das Instituições Financeiras* (art. 2º, parágrafo único).

Restringindo a denominação *valores mobiliários a títulos emitidos por sociedades por ações*, seguiu o legislador brasileiro o direito europeu continental e também o da Grã-Bretanha, que restringem a categoria a *Títulos Negociáveis Representativos de Direitos de Sócios ou de Prestadores de Capitais*<sup>9</sup>.

Também no direito espanhol são os *valores mobiliários* caracterizados como títulos emitidos pelas sociedades por ações, não sendo conceituados pelo legislador<sup>10</sup>.

Segundo Fabio Konder Comparato<sup>11</sup> só o direito americano e o francês delinham com nitidez a categoria, no entanto, os que se denominam *securities* no direito norte-ame-

ricano não correspondem à noção francesa de *valeurs mobilières*<sup>12</sup>, já que a categoria norte-americana é mais abrangente, compreendendo documentos representativos também de negócios não societários.

Por outro lado, a doutrina francesa - como o direito europeu, em geral - considera os *valeurs mobilières* como subespécie da categoria geral dos títulos de crédito ou *titres négociables* e contrapõe os primeiros aos *effets de commerce* - títulos de crédito, propriamente ditos (letra de câmbio, nota promissória, cheque, duplicata, etc.).

O legislador brasileiro, tomando emprestada do direito francês a expressão *valores mobiliários*, além de expressamente restringi-la à mesma acepção usada no direito francês (*títulos emitidos por sociedades por ações*, Lei 6.385, art. 2º), usa indistintamente, ora a expressão *títulos*, ora a expressão *valores mobiliários*, sem fazer qualquer distinção entre ambas, embora admita a existência de outros títulos não pertencentes à mesma categoria (art. 2º, parágrafo único).

Conservou o legislador brasileiro a mesma concepção do direito francês: contrapõe os *valores mobiliários* a outros *títulos negociáveis*, como partes de uma categoria mais ampla: os títulos-valores (*wert-papiere*) ou títulos de crédito.

Na verdade, não são muito precisas as linhas demarcatórias entre as duas categorias, de onde é necessário sejam caracterizados os mais abrangentes para que se viabilize a elaboração confiável da noção dos mais novos (destaque-se que *valores mobiliários* vieram a ser objeto de legislação específica, no direito brasileiro nos anos sessenta, com a legislação sobre instituições financeiras e mercado de capitais).

Os títulos-valores, ou títulos de crédito, foram caracterizados por Cesare Vivante como:

"Documentos necessários ao exercício do direito literal e autônomo nos mesmos inscrito".

Essa definição, bastante discutida, passou à histórica do direito cambiário porque teve o grande mérito de pôr em destaque as principais características do instituto, de que se ocupou:

- a) cartularidade;
- b) literalidade;
- c) autonomia e
- d) a independência das relações jurídicas que aos títulos se incorporam.

É pacífica a divisão dos títulos de crédito em *próprios e impróprios*.

Os primeiros seriam os títulos cambiais e cambiariformes; a letra de câmbio - o título por excelência -, a nota promissória, o cheque, a duplicata, as cédulas de crédito, etc., enquanto os títulos de crédito impróprios seriam os títulos denominados também de corporativos, que, além de direitos creditícios, como os demais, ainda incorporam direitos de participação social - pessoais e patrimoniais - decorrentes do *status* de sócio que conferem a seus titulares. A esta categoria pertencem as ações - os mais completos -, as partes beneficiárias, os bônus de subscrição, as debêntures conversíveis e ainda os cupões e certificados dos mesmos.

Embora a doutrina assinale o consenso, mais ou menos unânime em torno da caracterização das ações das companhias como títulos de crédito<sup>13</sup>, não se pode esquecer, no moderno direito Societário brasileiro, a existência de ações que não pertencem à categoria por lhes faltar um requisito essencial: o documento; são as ações escriturais, consideradas *bens incorpóreos*<sup>14</sup>, as quais, no entanto, não invalidam a qualificação de *títulos de crédito* dada às ações documentais.

A Lei 6385/76, no seu art. 2º, quando enumera os valores mobiliários, embora não os conceitue, oferece elementos hábeis a considerá-los como:

"Títulos de participação ou de empréstimo, emitidos por uma categoria especial de sociedade por ações - as companhias abertas - ou seja, as inscritas na Comissão de Valores Mobiliários e que negociam esses títulos em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão".

Esta seria a noção básica, extraída dos textos de lei, relativos à matéria.

Na verdade, no nosso direito, como no direito estrangeiro, não vamos encontrar um conceito de valores mobiliários, com o rigor lógico que se espera.

Mais importante talvez seja caracterizar os valores mobiliários pelos seus traços mais marcantes.

Examinando a enumeração contida no artigo 2º, da lei nº 6385/76, é possível destacar alguns traços comuns a todos os ativos mencionados:

1. Todos os ativos qualificados de valores mobiliários, pelo legislador, constituem *investimentos* em empreendimentos economicamente rentáveis. Assim as ações, as debêntures e os outros títulos a serem emitidos pelas companhias;

2. Todo investidor, quando aplica fundos na aquisição de valores mobiliários, o faz com finalidade de obter *lucros*, não simplesmente de consumir ou obter o retorno de valores prestados a um evento fixo, previsível, como por exemplo a construção de uma moradia, ou casa de repouso;

3. Todo investidor em valores mobiliários, sabe que, ao fazê-lo, está ingressando numa operação de *risco*, na qual pode perder, por inteiro, os valores aplicados, sem que isso envolva perdas também para o empreendedor, tomador dos investimentos;

4. As considerações anteriores sobre o risco envolvem, já, de imediato um outro aspecto importante, como característica desses títulos, a dissociação entre investidor e controlador do empreendimento. Como bem assinala Ary Oswaldo de Mattos Filho, "é característica do valor mobiliário, em diferentes graus de intensidade, a ausência de controle do investidor sobre o empreendimento"<sup>15</sup>;

5. Outra característica dos valores mobiliários, que os contrapõe aos denominados títulos de crédito *Wertpapiere*, no direito alemão: as relações jurídicas decorrentes dos investimentos de risco prescindem da criação do título para o seu exercício;

6. Desnecessidade de especialização dos investidores, ou seja, os investidores em valores mobiliários podem desconhecer, por inteiro, a atividade empresarial em que fizeram seus investimentos;

7. Das características anteriores decorre a necessidade de proteção estatal aos investidores, através da intervenção dos organis-

mos de proteção no mercado. No Brasil, o CMN e a CVM, para os valores mobiliários, propriamente ditos, e o Banco Central do Brasil, para os títulos emitidos pelas instituições financeiras, os CDB's e os RDB's e outros assemelhados. Bem como os títulos da dívida pública federal, estadual e municipal.

## b) Modalidades de Proteção Estatal

1. A proteção estatal é feita através do controle da constituição das Companhias Abertas, com a obrigatoriedade da inscrição na CVM;

2. Controle da emissão dos títulos, que também deve ser registrada;

3. Controle das informações a serem prestadas aos investidores, com a obrigação da *disclosure* e da comunicação de todo *fato relevante*;

4. Proteção dos interesses dos investidores, através da proibição do *insider trading*, ou seja, abuso de informações reservadas;

a) Direito Francês - A expressão *valeurs mobilières*, no direito francês - segundo Michel Vasseur - designa os títulos negociáveis que representam direitos de associados ou de prestadores a longo prazo.

A expressão títulos de bolsa também é usada, embora esta expressão seja mais restrita que a genérica, já que nem todos os títulos mobiliários são negociados em bolsa (lá, como no Brasil).

O direito francês, segundo o mesmo autor, conhece três categorias clássicas de valores mobiliários: as ações, as obrigações e as partes de fundador.

Por outro lado, o direito francês conhece duas espécies de sociedades por ações: as sociedades que fazem demanda à poupança (e correspondem às nossas companhias abertas) e as demais (as nossas fechadas).

O sistema de fiscalização e controle do mercado de valores mobiliários, no direito francês, compreende:

a) a Comissão des Operations de Bourse: espécie de CVM;

b) Sicovam - *Société Interprofessionnelle de Compensation des valeurs Mobilières* - órgão de

registro dos títulos emitidos pelas sociedades que buscam a poupança pública e cotadas em bolsa;

c) os corretores estão agrupados numa Companhia Nacional e não são, como os nossos, associados à Bolsa de Valores;

d) finalmente é preciso destacar que a Comissão - como a nossa CVM - deve assegurar a normalidade de emissão das ações e outros títulos; deve controlar a informação dos investidores; controlar as atividades das companhias e, ainda, tem competência disciplinadora e pode, não só receber denúncias e reclamações contra as companhias que operam no mercado, podendo realizar sindicâncias e intervir.

b) Direito Alemão - O direito alemão conhece as categorias habituais de valores mobiliários negociáveis, que são as ações, as partes beneficiárias, as obrigações, os títulos de fundos comuns de colocação no mercado (*Investmentzertifikate*). Assinala o Dr. Norbert Horn, do Max Planck Institut, a existência no direito alemão de certos títulos, criados em legislação especial os *Hypothekenspfandbriefe*, títulos de crédito rural.

Segundo o mesmo autor, a noção de valores mobiliários corresponde à noção de *Effecten*, ou seja, *Börsenfähige Wertpapiere*, título admitido à cotação em bolsa.

Já a noção de *Wertpapiere*, que também se traduz, comumente, por valores mobiliários, engloba estes últimos e também os títulos de crédito (letras de câmbio, cheques, etc.).

O regime jurídico dos títulos negociáveis (valores mobiliários propriamente ditos) está disciplinado em diversas leis, das quais as mais importantes são:

a) para as ações e partes beneficiárias a *Aktiengesetz*, de 06 de setembro de 1965;

b) para as obrigações (debêntures) os §§ 793-807, 808 do BGB e ainda a *Gesetz Über die staatliche Gehmigung von Inhaber und Orderschuldverschreibungen*: lei que autoriza emissão de obrigações;

c) para os títulos de fundos comuns de colocação *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften Investmentgesetz* (lei sobre fundos co-

muns de colocação), de 16 de abril de 1957 e de 09 de agosto de 1960.

O autor não menciona qualquer organização estatal de controle do mercado de valores mobiliários.

Direito Inglês - A estrutura extremamente complicada do direito societários inglês não influenciou a estrutura do mercado de valores mobiliários.

Dotado de um dos mais modernos diplomas legais sobre sociedades por ações, o *Company Act*, de 1967 - um país de sistema consuetudinário, como a Inglaterra, acaba de adaptar seu direito interno à 1ª Diretiva da CEE, Seção 9.

O *Protection of Depositors Act*, de 1963, é considerado pelos autores (C. Schmitthoff e Margaret Brusas) como insuficiente para proteger investidores.

Assim se expressa a última:

"Para concluir que a proteção é oferecida no Reino Unido ao investidor pela regulamentação legal e extra legal na formação da companhia. Pode ser constatado que a regulamentação é dirigida a obter adequada abertura de informações (*disclosure*) sobre fatos, muito mais que supervisão na emissão. É isto suficiente ao investidor? Pode-se esperar que o mesmo faça um correto julgamento sobre o risco apenas por mostrar-lhe os balanços e outras informações no prospecto? De fato, lhe faltarão o treinamento e a aptidão para fazer sua própria avaliação sobre tais documentos. O *Prevention of Fraud Act* foi destinado a assegurar que os títulos - ações - *securities* - sejam oferecidos ao público somente por aqueles que os saibam avaliar, mas também uma chamada direta pode ser feita, pela própria companhia, através do *Company Act*. Assim, somente se as informações forem verdadeiras, estará funcionando por inteiro o objetivo de abertura de informações (*disclosure*). Se as demonstrações forem feitas com conhecimento de sua inverdade, ou até com suspeita de sua inconfiabilidade, os diretores serão responsabilizados e estarão incursos em penas até de prisão, o que não será de muita valia para o investidor que descobrir que procurou ficar ao amparo do Direito Inglês,

para gozar as vantagens da subscrição e que a companhia faliu!"

A autora afirma que nos Estados Unidos a *Securities and Exchange Commission* realiza a função essencial de controle das emissões.

A autora assinala, ainda, que afortunadamente as bolsas de valores, de certa forma, controlam as emissões de títulos e seu lançamento no mercado e assinala também a existência do *Company Act Consultative Committee*, cuja função é avisar o Board of Trade sobre questões que se originem do *Company Act* e termina dizendo que

"todo o sistema inglês para a proteção do investidor mereceria uma reforma completa, mas que afinal ele não funciona tão mal assim na prática".

(Como se diz: *It's strange, but it works!*)

d) O Direito Americano - Embora cada um dos cinquenta estados norte-americanos tenha sua própria lei de sociedades por ações, o regime jurídico da distribuição de valores mobiliários nos mercados é matéria de lei federal.

Desde a grande crise de 1929, que resultou no colapso do mercado americano de valores mobiliários, foram promulgadas diversas leis federais sobre a matéria.

1. O *Banking Act* de 1933 teve enorme influência no mercado americano de valores mobiliários, proibindo as empresas que atuam nesses mercados de operarem também com a coleta e custódia de valores de terceiros, ou seja, de exercerem também atividades bancárias.

Assim, nos Estados Unidos, diversamente do que ocorre em muitos países europeus - a sua maioria aliás -, as atividades dos bancos comerciais e de investimentos são completamente separadas e os bancos comerciais não podem intermediar a colocação de títulos mobiliários no mercado, exceto no caso de alguns títulos governamentais e municipais.

2. O *Securities Act* de 1933 é o instrumento legal através do qual se introduziu, definitivamente, o instituto da *full disclosure* - ampla divulgação - de todos os fatos relati-

vos aos prospectos de ofertas públicas de ações, nos Estados Unidos.

3. O *Securities and Exchange Act* de 1934 é complementar do *Securities Act* e regula o mercado de ações e outros valores mobiliários nas Bolsas de Valores - *Stock Exchanges*. Contém medidas preventivas de fraudes a investidores.

4. O *Public Utility Holding Company Act* de 1935 regula unicamente as companhias públicas de gás e eletricidade e submete tais empresas à extensa regulamentação, em diversos campos, inclusive na colocação de títulos no mercado.

5. O *Trust Indenture Act* de 1939 regula a investidura das pessoas que se dedicam à atividade de *trustees* - ou seja, o que entre nós se denomina gestores, administradores de fundos e valores de terceiros.

O direito norte-americano merece uma atenção especial porquanto a noção de *security* não corresponde nem ao francês *valeurs mobilières*, nem sequer à homógrafa do direito inglês<sup>16</sup>.

Basta uma análise deste último texto legal que, aliás, é repetido quase *ipsis literis* nos outros diplomas acima citados, para ser constatada toda a amplitude de *negócios jurídicos*<sup>17</sup> compreendidos sob a expressão em epígrafe.

A jurisprudência, harmonizando as pequenas divergências entre os diversos textos legais, acabou por estabelecer a seguinte enumeração:

"A expressão *security* compreende: toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, comprovante de dívida, certificado de direito em todo tipo de contrato de participação, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de título, propriedade de direitos numerários, e petrolíferos e em geral todo direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos

títulos e valores acima mencionados" (em inglês, no original)<sup>18</sup>.

A decisão acima transcrita não define as *securities*, como a lei brasileira também não o faz com os *valores mobiliários*.

Ambas limitam-se a listar os títulos como tais considerados e assim não fornecem os elementos caracterizadores que viabilizem a sua identificação e destaque de entre outros que lhes sejam afins.

Também, como a brasileira, a listagem americana é meramente exemplificativa, admitindo a posterior absorção de novos títulos.

No caso da lei brasileira foi facultado às sociedades a criação de novos *valores mobiliários*, delegando ao Conselho Monetário Nacional a competência para admitir ou não sua incorporação.

Já no direito americano, delega-se aos costumes regionais e estaduais, em absoluta coerência com o sistema do *common law*, a caracterização dos títulos ou negócios que possam estar compreendidos sob as expressões.

"Any interest or instrument comonly known as a security"<sup>19</sup>.

Mesmo deixada à jurisprudência a faculdade de definir, caso a caso, quando uma determinada transação (ou *negócio jurídico*, como preferimos nós) pode ou não ser considerada *security*, não se detiveram os autores americanos, em absoluta consonância com aquelas decisões, na busca dos denominadores comuns qualificativos dessas atividades.

Serviu de base o famoso acórdão, proferido no caso *S.E.C. x W.J. Hower Company (Hower Case)*, que forneceu a primeira definição do contrato de investimento como sendo:

"Uma transação através da qual uma pessoa investe seu dinheiro num empreendimento, comum, e é levada a esperar resultados somente através dos esforços do promotor ou de terceiros" (em inglês, no original)<sup>20</sup>.

Essa caracterização em termos bastante genéricos, permite o enquadramento como *security* documentos relativos a atividades não abrangidas pelo conceito europeu e latino-americano: capazes de dar Origem a

*valores mobiliários*, uma vez que nos países da Europa continental, na América Latina e mesmo na Grã-Bretanha (onde levam o nome de *securities*), só são compreendidos nessa categoria os títulos emitidos pelas sociedades por ações que fazem oferta pública de títulos, ou sejam, as denominadas *companies abertas*, do direito brasileiro.

### Conclusão

Na introdução deste trabalho, tivemos a preocupação de lembrar as estreitas relações entre direito e economia, que são mais facilmente reconhecidas quando a norma jurídica estudada tem por objeto disciplinar relações de mercado.

Na verdade, não haveria eficiência econômica, nas relações de mercado, sem o suporte fornecido por um ordenamento jurídico adequado<sup>21</sup>.

O mercado de valores mobiliários, em que se negociam participações em empresas privadas, é uma das faces do regime de livre-empresa, assegurado pela Constituição Federal do Brasil, como um dos fundamentos do *Estado Democrático de Direito*<sup>22</sup>.

Objetivam as operações do mercado de valores mobiliários, de imediato, a capitalização das empresas, possibilitando sua expansão, que gera e melhora produtos, cria empregos e carrega contribuições previdenciárias e impostos para os cofres públicos, e se reflete, mediamente, no crescimento econômico do país.

Por outro lado, o investidor do mercado de valores aplica suas poupanças em investimentos produtivos, em lugar de, simplesmente, atender aos apelos das multifacetárias aplicações, a cargo das instituições financeiras: o que representaria conservar a circulação dos valores, num reduzido setor, já bastante capitalizado, em desfavor da economia global do país.

Estes são dois aspectos econômicos do nosso tema jurídico, mas, não são os únicos.

Dissemos, acima, e está prevista nas leis que regulam o mercado de capitais, a oferta pública dos títulos, através da venda em

pregões (nas bolsas de valores), ou direta (nos mercados de balcão).

Essas vendas públicas são apelos a pequenos investidores, à economia popular, tutelados pelos Estados, mesmo os maiores adeptos da economia de mercado e paladinos da livre-empresa, como os Estados Unidos da América do Norte.

Tão grande é a preocupação daquele país com os investimentos populares que, havendo criado, através de vários *Acts*<sup>23</sup>, citados na 2ª Parte deste nosso trabalho, todo um sistema de proteção dessas aplicações - que denominam, como já vimos, *securities*, e delegado ao Judiciário - coerentes com sua mais pura tradição jurídica - a conceituação do investimento protegido, vieram a obter a sua ampliação, de que resultou a proteção legal, sob a rubrica *securities*, de institutos completamente distintos dos *valores mobiliários* do direito europeu e brasileiro.

É interessante assinalar que o país apontado em todo o universo como o modelo de economia capitalista, patrono da livre-empresa, tenha instituído, estruturado e mantenha em rigoroso funcionamento, o melhor sistema de intervenção estatal no mercado de valores mobiliários, e ainda mais, tenha de tal forma, através de sucessivas decisões judiciais, ampliado o objeto dessa intervenção, ao ponto de manter sob o controle da *Securities and Exchange Commission* os mais variados empreendimentos, desde, investimentos em terras rurais, loteamentos urbanos, construções e incorporações e até títulos de participação em clubes, desde que os recursos tenham sido obtidos junto ao público e não exista qualquer exclusão legal.

É bem extensa a listagem de *cases* julgados, que consolidaram a interpretação ampliadora do conceito de *security*, que vai alcançar até contratos de *franchising* e *leasing*<sup>24</sup>.

Entenderam os tribunais americanos que havendo levantamento de recursos públicos, com promessa de lucros, estaria caracterizado o contrato de investimento, substrato de qualquer *security*.

É importante destacar o cuidado com a tutela da poupança popular, no direito ame-

ricano, da qual decorre, por outro lado, a solidez e segurança dessa enorme gama de investimentos, já que a severa fiscalização estatal, desestimula os aventureiros.

Não se pode deixar de lembrar que, havendo se deparado com tantos negócios imobiliários (construções e incorporações), que foram apenas verdadeiros *caçaniques* da poupança dos pequenos investidores, desejosos de adquirir a *casa própria*, o legislador brasileiro apenas soube determinar a falência daquelas instituições (Leis nºs 4068/62 e 4591/64), com o que não melhorou a situação dos pequenos poupadores, nem desestimulou os aventureiros e ainda prejudicou os empresários sérios e bem intencionados.

Assim como a medicina nos países desenvolvidos prefere exercer a profilaxia em benefício de toda a sociedade, em lugar da terapêutica, aplicável às patologias já instaladas, no direito, as leis são vistas, naqueles países, primordialmente na sua função de impedir, de evitar o comportamento delituoso (*deterrence*), e a sanção, a punição do delito já praticado, é vista como etapa posterior.

O mercado, mormente o mercado de capitais, é extremamente sensível às oscilações da economia e se nutre da confiança e do crédito.

Precisa de empresas sólidas, de negócios confiáveis e só pode desenvolver-se cumprindo sua importante função social, se o risco, que lhe é inerente, for em boa parcela assumido por um sólido sistema de seguros e ainda gozar de tranqüilizadora fiscalização, por parte de um estado democrático.

Não se pode restringir, esta pesquisa, à mera indagação sobre as instituições e o direito vigente, e nem ainda satisfará seus objetivos num trabalho comparativista entre o que são *valores mobiliários*, no direito brasileiro e no direito estrangeiro, por mais que se entretivesse em paralelismos, que o tema - tão rico - suscitará *ad infinitum*.

Parece-nos que no momento difícil que vive a nossa economia, e em decorrência, a própria nacionalidade, exige-se do estudioso do direito todo o esforço no sentido do

aperfeiçoamento das nossas instituições, e do crescimento de nossa economia.

Com esse propósito, na temática específica a que nos dedicamos, entendemos absolutamente prioritário o fortalecimento do mercado, através da ampliação do conceito de valores mobiliários e de todo o sistema de investimentos e sua fiscalização.

Para tal fim, seria de todo conveniente um aprofundamento não somente no estudo da teoria e jurisprudência, como na observação do funcionamento das instituições americanas: bolsas de valores e *Securities and Exchange Commission*.<sup>25</sup>

## Notas

<sup>1</sup> V. J. Girón Tena, *Tendencias Actuales y Reforma del Derecho Mercantil*, (Estudios), Ed. Civitas, Madrid, 1986; v. também Francisco Vincent Chulia, *Hacia la Modernización del Derecho Mercantil*, (1984-85), Ed. Del Autor, Valencia, 1985; v. ainda Yvon Loussouarn e Jean Denis Bredin, *Droit du Commerce International*, Ed. Sirey, Paris, 1969; v. também J. Schapira, G. Le Tallec e J. B. Blaise, *Droit Européen des Affaires*, Presses Universitaires de France, Paris, 1984.

<sup>2</sup> Augusto de Athayde, *Estudo de Direito Econômico e de Direito Bancário*, Liber Juris, Rio, 1983; v. também Gerard Farjat, *Droit Économique*, Presses Universitaires de France, 2ª ed., Paris, 1982; Norbert Reich, *Mercado y Derecho*, trad. Antoni Font, Ariel, Barcelona, 1985.

<sup>3</sup> Schapira, Le Tallec e Blaise, pp. 52 a 75.

<sup>4</sup> Sobre o mesmo fizemos uma exposição das principais teorias no trabalho *Interpretação Econômica do Direito* - a ser publicado - analisando principalmente a obra de Richard Posner, *Economic Analysis of Law* e a de Guido Calabresi, *El Coste de los Accidentes*.

<sup>5</sup> E intervenção do Estado nas atividades do mercado é objeto do *Direito Público Econômico*.

<sup>6</sup> Assim José da Silva Pacheco, no seu volumoso e ambicioso trabalho, em dois volumes, *Sociedades Anônimas e Valores Mobiliários*, Ed. Saraiva, São Paulo, 1977, 2º vol., pp. 717 e ss. limitou-se à *enumeração legal dos valores mobiliários*, transcrevendo o que já constava do texto da lei; também as obras técnicas, editadas pela Comissão Nacional de Bolsas de Valores, intituladas *Introdução ao Mercado de Ações*, de que referimos só a edição de 1983, não teve preocupações conceituais - o que é bastante compreensível, em razão de sua natureza e do público a que se destinam.

<sup>7</sup> *O Conceito de Valor Mobiliário*, in R.D.M., Nova Série, Ano XXIV, nº 59, Jul/Set, 1985 (pp. 30 a 55).

<sup>8</sup> *O Conceito de Valor Mobiliário e o Alcance da Lei nº 7913/89*, in *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Renovar, Rio, 1992 (pp. 147 a 163).

<sup>9</sup> Georges Ripert e René Reblot, *Traité Élémentaire de Droit Commercial*, vol. II, p. 5.

<sup>10</sup> Federico Bas y Rivas, *Sociedades y Valores Mobiliários en el Impuesto de Derechos Reales*, p. 361.

<sup>11</sup> *Novos Pareceres de Direito Empresarial*, p. 17.

<sup>12</sup> v. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *O Conceito de Security no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*, R.D.M., Ano XIII, Nova Série, nº 14, 1974.

<sup>13</sup> Cf. Tulio Ascarelli, *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, p. 157.

<sup>14</sup> Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Saraiva, São Paulo, 1977, 1º vol., pp. 56 e 57.

<sup>15</sup> In R.D.M., vol. 59, Jul/Set, 1985, *O Conceito de Valor Mobiliário*.

<sup>16</sup> Luiz Gastão Paes de Barros Leães, op. cit., p. 60.

<sup>17</sup> Leães, op. cit., p. 48, nota 15, ref. ao desconhecimento no direito americano desse conceito (*Rechtsgegenstand*).

<sup>18</sup> P. L. Nash, J. M. Denny e A. J. Connely, *Issue and Distribution of Securities in the U.S.*, in *Le Régime des Titres de Sociétés en Europe et aux États Unis*, Institut d'Études Européennes, Presses Universitaires de Bruxelles, 1970, p. 43.

<sup>19</sup> Securities Act, Section 2 (1), Nash et alii, op. loc. cit.

<sup>20</sup> *Apud* Leães, op. cit., p. 48.

<sup>21</sup> V. Alex Jacquemin e Guy Schrans, *O Direito Econômico*, trad. Manoel Campos e Alexandre de Freitas, ed. Of. Graf. Rádio Renascença, Lisboa, s.d.

<sup>22</sup> Cf. arts. 1º, IV, 170, *caput*, IV, 173, § 4º.

<sup>23</sup> Ou *Statutes* - são normas jurídicas escritas, cuja interpretação, na atualidade, constitui a maioria esmagadora dos feitos submetidos aos tribunais americanos - os tribunais americanos hoje são mais intérpretes, que *law-makers*, v. Leães, op. cit., p. 44.

<sup>24</sup> Leães, op. cit., pp. 48 a 51.

<sup>25</sup> Isto já seria tema para outro trabalho.

## Bibliografia

Ascarelli, Tulio; *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, Saraiva, São Paulo, 1943.  
Cain, T. E.; *Company Law*, Stevens & Sons, 10th Edition, London, 1972, (555 pp.).  
Cañizares, Felipe de Sola; *Étude sur les Titres Émis par les Sociétés par Actions en Droit Comparé*, Ed. de L'Épargne, Paris, 1962, (239 pp.).

Carvalhosa, Modesto; *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1º vol., Saraiva, São Paulo, 1977.

CNBV, *Introdução ao Mercado de Capitais*, Ed. 1983, (294 pp.).

Comparato, Fabio Konder; *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Comercial*, Forense, Rio, 1981.

Corley, Robert N., William J. Robert; *Dillavou and Howard's Principles, Principles of Business Law*, 9th edition, Prentice Hall, Inc., Engelwood Cliffs, New Jersey, U.S., 1971, (1138 pp.).

Cristiano, Romano; *Características e Títulos das S.A.*, R.T., São Paulo, 1981, (140 pp.).

Eizirik, Nelson Laks; *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Forense, 1987, (270 pp.).

---. *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Renovar, Rio, 1992, (236 pp.).

Gower, L.C.B.; *The Principle of Modern Company Law*, 3rd. ed., Stevens, London, 1969, (716 pp.).

Institut D'Études Européennes, Université Libre de Bruxelles; *Le Régime Juridique des Titres de Sociétés en Europe et aux États Unis*, Presses Universitaires de Bruxelles, 1970, (639 pp.).

Leães, Luiz Gastão Paes de Barros; *O Conceito de Security no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*, in R.D.M., ano XIII, Nova Série, nº 14, 1964 (pp. 41 a 60).

Pacheco, José da Silva; *Sociedades Anônimas e Valores Mobiliários*, 2 vols., Saraiva, São Paulo, 1977, (871 pp.).

Posner, Richard e Kenneth E. Scott; *Economics of Corporate Law and Securities Regulation*, Little Brown and Company, Boston, U.S., 1980, (384 pp.).

Rippert, Georges e René Roblot; *Traité Élémentaire de Droit Commercial*, 2 vols., Libr. Gén. de Droit et Jurisprudence, Paris, 1973.

Rivas, Federico Bias y; *Sociedades y Valores Mobiliários en el Impuesto de Derechos Reales*, Ed. Rev. de Derecho Privado, Madrid, 1955, (639 pp.).

Schmitthoff, Clive M.; *Palmer's Company Law*, 22th. Ed., vol. I, Stevens & Sons, 1976, (1137 pp.).

Weigmann, Roberto; *I Fondi Mobiliari come Azionisti*, in *Revista delle Società*, Anno 32, Set/Ott/1987, fas. 5º, 1987, (pp. 1089 a 1108).

Williams, J.N.; *Los Bonos Emitidos por las Sociedades Anónimas. ¿Son Títulos de Crédito? Y los Cupones?*, in *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, año 16, Agosto 1983, nº 94, 1983, (pp. 581 a 587).