

# Securitização, o mercado de capital e as sociedades por quotas de responsabilidade limitada

Dr. Walter Ashton

Professor Titular de Direito Comercial e Mercado de Capitais nas Faculdades de Direito da UFRGS e da PUC/RS

1. O Brasil entrou na era moderna dos mercados de capitais e financeiros com quatro Leis, a saber: com a lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, a lei da reforma bancária; com a lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a lei do mercado de capitais; com a lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários e com a lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 que passou a regulamentar as companhias ou sociedades por ações. A primeira destas leis, a lei da reforma bancária, uma das legislações mais importantes do movimento revolucionário de 1964, criou o Sistema Financeiro Nacional, o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e o Superintendente da Moeda e do Crédito. Destes importantes diplomas legais, todos absolutamente básicos para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, três leis tratam especificamente da criação de títulos e valores mobiliários - instrumentos de captação da poupança - e do sistema de distribuição destes títulos e valores mobiliários no mercado de capitais. Refiro-me em especial à lei nº 6.385/76 que, além de criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criou também os registros junto à CVM das sociedades, companhias, emissoras e das próprias ações. Tudo à imagem e com base na experiência haurida nos Estados Unidos da América do Norte com o "Securities Act" de 1933 e com o "Securities and Exchange Act" de 1934. Aliás a Comissão de Valores

Mobiliários brasileira corresponde à "Securities and Exchange Commission."

Sem dúvida o elenco do instrumental de captação da poupança no Brasil já é bastante sofisticado, mas ainda deixa a desejar se considerarmos o cenário mundial. Em verdade o Brasil ainda não está participando da tendência mundial de globalização e inovação dos instrumentos que viabilizam os fluxos dos mercados de capitais nacionais e internacionais bem como de simplificar e expandir os mercados e as operações financeiras.

O Brasil não participa da crescente securitização de ativos e passivos.

2. Securitização nada mais é do que a tendência mundial/internacional de concretizar e realizar movimentações de capital tanto nacionais como internacionais, através da utilização de títulos e valores mobiliários, descartando ou diminuindo a concessão, de forma tradicional, de créditos bancários (mútuos e empréstimos).

Em decorrência desta tendência de reformular os tradicionais negócios ou operações bancárias, por exemplo, no mercado financeiro, pode afirmar-se que as negociações de títulos e valores mobiliários em Bolsas de Valores, tiveram, mundialmente, um forte incremento, em termos de papéis valor ("Wertpapiere, securities, negotiable instruments"), ou seja títulos e valores mobiliários e não mais, exclusiva ou principalmente, através de créditos bancários. Securitização pode significar ainda, num segundo passo, a transformação de crédito,

bancário ou não, já negociado e acabado em securities, isto é, os créditos já negociados e firmados passam a ser representados por "securities", por títulos e valores mobiliários, dando aos créditos, antes negociados nova roupagem técnica e jurídica, viabilizando a sua comercialização no mercado de capitais ou até mesmo financeiro. As garantias e os créditos negociados e firmados que aguardam, congelados por assim dizer, o vencimento e o seu resgate/pagamento, passam a ser o lastro da nova emissão de "securities", de títulos e valores mobiliários substitutivos.

3. Esta inovação da securitização, em verdade não é tão nova assim. Já em 1989, a revista mensal "Der Monat", publicação da Swiss Bank Corporation ou Sociedade de Bancos Suíços, informava que o banco operava mais financiamentos por intermédio de títulos e valores mobiliários, do que por intermédio de créditos bancários propriamente ditos. A base econômica da securitização global encontra-se no fluxo modificado, tanto nacional como internacional, das migrações e correntes de capital. Tudo iniciou, basicamente, com excesso de capitais disponíveis da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo). Após os choques de petróleo, de 1973 até 1981, os países da OPEP tinham acumulado um excedente de capitais da ordem de mais de quatrocentos bilhões de dólares, sem dispor, no entanto de uma estrutura bancária que lhes permitisse investir e operacionalizar este excesso. Resolveram investir então nos bancos ocidentais esta soma fabulosa de dólares e outras moedas fortes, a curto e médio prazo. Os bancos por sua vez, passaram a aplicar substancial parcela desses capitais, sob forma de créditos e investimentos, inclusive créditos securitizados, a longo prazo, em países com déficit de poupança e de capitais, principalmente países em desenvolvimento. Data desta época, por sinal, a origem das

agruras do Brasil com a sua dívida externa. Todavia a partir de 1981/1982, o quadro do fluxo de capitais se modificou dramaticamente e, em vez de serem os campeões de excesso de capital os países da OPEP, surgiram no cenário mundial novos campeões com excessos de capitais, vale dizer os países altamente industrializados: o Japão, a Alemanha, mais tarde os tigres asiáticos (Taiwan, Coreia do Sul, Cingapura) e também a Suíça, todos países com mercados de capitais fortemente desenvolvidos e uma marcante preferência por aplicações em títulos e valores mobiliários, descartando aplicações em ouro, pedras e metais preciosos. Mas também países em regime deficitário, como os Estados Unidos, optaram por utilizar, cada vez mais os mercados de títulos e valores mobiliários, incentivando a securitização, para se financiarem, utilizando para tanto suas próprias bolsas de valores e mercados de capitais como também os mercados e as bolsas internacionais.

4. Para a implantação e afirmação da securitização nos planos nacionais internos também foram muito importantes as novas tendências e opções dos poupadores, que passaram a comprar e investir em papéis de valor (ações, debêntures/bônus e outros papéis), dando forte impulso à securitização das economias nacionais européias, americana e canadense. Também as companhias seguradoras e os institutos de previdência tanto oficiais como privados complementares e fundos de pensões de sociedades por ações, como investidores institucionais nos mercados de capitais, titulares de administradores próprios de carteiras de títulos, bem como os fundos de investimentos passaram a ser fortes agentes independentes dos bancos, na definitiva implantação da opção pela securitização nos mercados de capitais e financeiros nacionais e internacionais.

5. Tecidas estas considerações preliminares sobre o fenômeno mundial da crescente

curitização das economias, dentro do contexto, por assim dizer, da adoção da curitização, ou seja, de viabilizar o acesso ao mercado de capitais às mais diversas empresas/sociedades, destaca-se a problemática da forma ou tipologia jurídica que estas sociedades que demandam o mercado de capitais através da securitização, devem revestir.

Tradicionalmente, certamente em decorrência da melhor regulamentação do taboço jurídico/legal, mais refinado, complexo e completo, a forma jurídica que as sociedades costumam revestir é a da sociedade por ações. Assim, por exemplo, nos Estados Unidos da América do Norte, onde os grandes captadores da poupança pública, através dos "investment banks" e dos "dealer pools" são as "corporations", ou seja as sociedades por ações. Assim também é em princípio, na República Federal da Alemanha, país em que o acesso ao mercado de capitais, através das bolsas, é apenas assegurado às "Aktiengesellschaften", sociedades por ações. Nesse sentido as normas alemãs contidas na Lei das Bolsas de Valores ("Boersengesetz") de 1896 e na lei das sociedades por ações. Portanto a legislação alemã restringe o acesso ao mercado de capitais às sociedades por ações, ao mesmo tempo em relação ao mercado de capitais operado pelas bolsas de valores. No que tange todavia ao mercado de balcão ("over the counter market"), menos sofisticado a situação legal não é nem clara nem definida na Alemanha. Proibida na Alemanha a emissão de títulos e valores mobiliários a sociedades que não sejam sociedades de capital, assim conceituada e definida a sociedade por ações, tal proibição no entanto não impediu o surgimento de sociedades de aplicação e capitais ("Kapitalanlagegesellschaften") que passaram a utilizar uma forma jurídica híbrida que combina aspectos da Gesellschaft mit beschränkter Haftung-

GMBH" - e da "Kommanditgesellschaft - KG". Trata-se da PUBLIKUMS KG ou seja da GMBH & CO. KG.

6. O surgimento da GMBH & CO. KG, ou PUBLIKUMS KG. na Alemanha, são a nosso ver a prova cabal, passível de crítica sem dúvida, mas cabal não obstante, de que há uma real demanda ou necessidade de uma nova forma jurídica societária, que, abandonando a complexa formulação e instrumentação societária da sociedade por ações, possibilite ao médio empresário também, de alguma forma, o acesso ao mercado de capitais, senão o bolsístico ao menos o de balcão.

7. Aliás esta tendência mundial de democratização, ou popularização, ou ainda, deselitização do acesso ao mercado de capitais manifesta-se não somente na Alemanha. Já desde 1960 a Comissão do Mercado Comum ("EG Kommission") esforça-se no sentido de introduzir na Comunidade Européia (hoje União Européia) uma liberalização do fluxo de capitais. Nesse sentido houve, de parte da citada comissão a emissão de uma série de diretrizes, todas dirigidas nitidamente no rumo de viabilizar uma maior liberalização do fluxo e do acesso ao mercado de capitais. Juristas alemães, entre estes: Friedrich Kuebler - Gesellschaftsrecht. C. F. Mueller, Jur. Verlag Frankfurt. 1981 e, Fritz Rittner: Wirtschaftsrecht. C. F. Mueller, Jur. Verlag Heidelberg. 1987, embora critiquem o surgimento da GMBH & Co. KG. ou PUBLIKUMS AG., não obstante reconhecem a sua força no mercado de capitais de balcão e registram a existência de ampla e importante jurisprudência do "Bundesgerichtshof" (BGH) alemão no sentido de elaborar normas ("RICHTERRECHT") para proteger os investidores, participantes de tais sociedades de aplicação de capitais, na falta de uma legislação específica, formal, protetora dos direitos desses investidores e sócios de uma GMBH & CO. KG, na quali-

dade de comanditários, ou seja “Kommanditisten”.

8. Reconhecendo a atuação no mercado de capitais de balcão destas limitadas modificadas ou mudadas, deselitizadas, RITTNER assinala em sua obra que o volume operacional de tais sociedades híbridas, no mercado de balcão um tanto cinzento (“grauer kapitalmarkt”), excedeu diversas vezes, o volume operacional de movimentação de capitais do mercado tradicional dito regular. No ano de 1976 até houve uma recomendação do “Deutscher Juristentag” DJT, no sentido de motivar o Governo Federal Alemão a regulamentar melhor a aplicação de capitais por estas sociedades, sem no entanto ter logrado êxito o esforço dos juristas. Registre-se que na República Federal da Alemanha inexistia legislação especial nos moldes do “Securities Act” de 1930, “Securities and Exchange Act” de 1934 e do “Investment Company Act” de 1940.

KUEBLER por sua vez reconhece em sua obra (obra citada p. 240) que o acesso ao mercado de capitais é de fundamental importância para a vida de uma sociedade. Tal acesso, segundo KUEBLER, significa:

a) a possibilidade, do ponto de vista estrutural-político-empresarial, de uma adaptação flexibilizada da base de capital próprio da empresa às condições conjunturais em constante fluxo do mercado de capitais;

b) maior independência e autonomia do ponto de vista de política de concorrência, da enorme influência e controle dos institutos de crédito tradicionais (bancos) que usualmente são os fornecedores dos recursos (tantos deles bancos como de terceiros).

c) a possibilidade e opção, do ponto de vista de política distributiva de maior democratização do capital que controla a produção e mais intensa democratização dos meios de produção a nível médio.

A GMBH, sem dúvida, na Alemanha, vinculada à Kommanditgesellschaft, é uma

sociedade de aplicação de capitais e é também, do ponto de vista de suas características jurídicas uma sociedade de capital, uma “Kapitalgesellschaft”. (KUEBLER ob. cit. p. 218 17). Já no Brasil, a sociedade por quotas de responsabilidade limitada - doravante aqui denominada simplesmente de limitada - pode tanto ser, a nosso ver, uma sociedade de pessoas como de capital, dependendo a sua natureza/característica da redação e montagem do seu contrato social. A limitada é pois no Brasil um tipo societário intermediário entre as sociedades de pessoas e as duas sociedades de capital: comandita por ações (quase inexistentes) e sociedade por ações. Os quotistas de uma limitada brasileira podem optar a dar-lhe a estrutura e as características de uma sociedade de pessoas ou de uma sociedade de capital por ocasião da sua constituição ou mais tarde durante a vida ulterior da sociedade. Tal opção evidentemente vai influenciar profundamente a estrutura e o desempenho operacional e negocial da limitada. Seguidamente observa-se que muitas limitadas estão a um passo de se transformarem em sociedades por ações e muitas vezes tomam este passo, transformando-se. Aliás, a própria legislação reguladora das limitadas, o Decreto nº 3.708/1919 não reformado desde aquele ano, permite expressamente que a legislação das sociedades por ações supra e complementemente lacunas e omissões do contrato social e da legislação das limitadas. Eis o que diz o artigo dezoito: “Serão observadas quanto às sociedades por quotas, de responsabilidade limitada, no que não for regulado no estatuto social, e na parte aplicável, as disposições da Lei das Sociedades Anônimas (Hoje Sociedades por Ações, com a proibição das ações ao portador pelo Governo Collor).

No que tange ao nosso posicionamento, acima registrado, que as sociedades por quotas de responsabilidade limitada podem também ser e são sociedades de capital, temos o

palpado de grandes juristas brasileiros, tais como o Ministro Aliomar Baleeiro e o Ministro João Leitão de Abreu, ambos do Supremo Tribunal Federal cujo ponto de vis- no sentido de ser a limitada uma sociedade de capital, predominou em julgamento publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência nº 76/599. Eis alguns trechos daquele acórdão:

“... A verdadeira interpretação do novo dispositivo (artigo 134 do Código Tributário Nacional) foi dada pelo Ministro Aliomar Baleeiro, com sua autoridade de grande especialista da matéria: ‘Sociedades de pessoas, no artigo 134 do CTN, são as de nome coletivo e outras que não se enquadram nas categorias de sociedades anônimas ou por quotas de responsabilidade limitada.’ (Direito Tributário Brasileiro. 3ª edição p. 434).

E mais adiante: “... O Decreto nº 3.708 instituiu no Brasil esse tipo de sociedade, baseou-se nas leis portuguesa e alemã, e acentuam as características de sociedades de capitais, ao contrário da lei francesa, onde preponderam os elementos pessoais...”

9. Partindo pois da convicção tranqüila de que as limitadas podem ser e muitas vezes são efetivamente sociedades de capitais a um passo de transformação em sociedade por ações, damos mais um passo e sustentamos que assim sendo, podem as limitadas, dentro de parâmetros oficiais pré-fixados e seguros da transparência e da proteção dos investidores, emitir títulos e valores mobiliários no mercado de capitais de balcão, mais simples e não tão complexo e sofisticado como o operado pelas bolsas de valores.

Embora os autores brasileiros de direito societário, entre estes por exemplo, José Iwaldo Tavares Borba (Direito Societário, variação Freitas Bastos, 1986) sustentem unanimemente a impossibilidade e inconveniência das limitadas emitirem títulos e valo-

res mobiliários no mercado de capitais, não conseguimos partilhar de tal posicionamento que julgamos desnecessariamente radical e excessivamente conservador. Aliás, a posição dos doutrinadores pátrios nos parece contraditória, eis que todos admitem pronta e lisamente, o que é correto e óbvio, que as limitadas brasileiras podem ser e muitas vezes são controladoras (“holdings”) e participatórias no capital de outras sociedades. Ora, se as limitadas exercem tais funções de controle e participação em relação a outras sociedades, já estão manipulando e lidando com título e valores mobiliários e portanto podem, perfeitamente, a nosso ver, as funções de sociedades captadoras de recursos de terceiros, através da emissão de títulos e valores mobiliários próprios, bem como podem desempenhar as funções de sociedades de investimentos no mercado de capitais.

10. Ao discordarmos da exclusão automática das limitadas, sociedade de capital, das operações do mercado de capitais, no mínimo do mercado de balcão, não somos nem rebeldes nem afoitos, mas apenas realistas, pois no Brasil, há construções ou utilização de institutos jurídicos muito mais surpreendentes. Por exemplo: utiliza-se a figura jurídica do condomínio (muito menos regulamentado que as limitadas) para a administração de carteiras de títulos e valores mobiliários e para administrar, no mercado de capitais, fundos de investimentos. (Ver neste sentido nossa pesquisa de tese de mestrado. “Companhias de Investimentos”. Edições Financeiras, Rio 1963 e nossa tese de Livre Docência na UFRGS “A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimentos” 1968. Editora Meridional “EMMA”.) E isto com a chancela do Banco Central do Brasil, o que é correto e plenamente justificável como à época do nosso concurso público propusemos. Em outros países, as sociedades em contra de participação, de origem medieval, ser-

vem com fórmula jurídica à organização e administração de fundos de investimentos. Não impressionam pois, a nosso ver os argumentos da falta de transparência, de publicidade, de publicação de balanços, etc... nas limitadas ou a apregoada falta de suficiente arcabouço organizacional, ou até mesmo de ausência de normas de proteção especial aos potenciais investidores compradores de títulos e valores mobiliários eventualmente emitidos por limitadas sociedades de capital no mercado de capitais de balcão. Também não impressiona a restrição legal contida na Lei nº 6385/76, lei que criou a Comissão de Valores Mobiliários e que em seus artigos 21, § 1º e 22 reserva a emissão de títulos e valores mobiliários às COMPANHIAS - sociedades por ações portanto - registradas perante a CVM. Tal restrição pode ser modificada facilmente uma vez quebrado o tabu tradicional e conservador que apenas sociedades por ações podem emitir títulos e valores mobiliários, "securities", Wertpapiere, no mercado de capitais. Existindo justificativa jurídica para tal permissão, e esta existe, conforme demonstramos e, havendo vontade política/legislativa de mudar, não vemos reais obstáculos à atuação das limitadas no mercado de capitais brasileiro.

Todas as exigências que se fazem às sociedades por ações para captar recursos no mercado de capitais, podem também ser feitas em grau maior ou menor às limitadas sociedades de capital.

11. O que realmente importa, a nosso ver, é viabilizar, prontamente, de alguma forma, o acesso à securitização, em marcha, globalmente, às médias empresas, idôneas e produtivas que detêm seguramente sob seu

controle, apreciável valor do total do produto interno bruto brasileiro. De outra banda impõe-se deselitizar o acesso ao mercado de capitais, ora totalmente monopolizado pela grande empresa, organizada sob forma da sociedade por ações. O detalhamento deste acesso das limitadas, sociedades de capital, redimensionadas para este fim, poderá ficar a cargo da Comissão de Valores Mobiliários, a fim de evitar e coibir os inconvenientes da experiência alemã com a PUBLIKUMS KG, mistura de GMBH & CO. KG, na qual centenas ou até mesmo milhares de sócios comanditários ("Kommanditisten") passam a participar da sociedade.

12. Uma análise mais aprofundada da figura alemã da GMBH & CO. KG, que é uma "Kommanditgesellschaft" da qual participa uma limitada, não cabe neste trabalho de escopo rezado, eis que a nossa intenção era demonstrar a existência, necessidade e possibilidade, tanto nacional quanto internacional de facilitar o acesso ao mercado de capitais de balcão (securitização) às empresas de médio porte, organizadas sob a forma jurídica de sociedade por quotas de responsabilidade limitada do tipo de capital. Como já enfatizado acima, para concretizar o proposto por nós que corresponde no Brasil de hoje a uma real necessidade, basta vontade política e legislativa, bem como clarividência da Comissão de Valores Mobiliários, já que, a rigor, inexistem, impedimentos jurídicos intransponíveis para a concretização do objetivo proposto, sendo a remoção do pré-condicionamento mental negativo talvez o maior obstáculo para a implementação do proposto por nós.

## Introdução às fontes e instrumentos do comércio internacional

Aristela Basso

Autora em Direito Internacional da Universidade de São Paulo.  
Professora de Direito Internacional da UFRGS

MÁRIO

Definição de comércio internacional; 2. As fontes do comércio internacional; 3. Os instrumentos jurídicos do comércio internacional; 3.1. Os contratos do comércio internacional; 3.1.1. Conceituação; 3.1.2. Os pressupostos econômicos, comerciais e políticos do comércio internacional e suas influências no contrato; 3.1.3. Negociação e inclusão dos contratos internacionais do comércio: aspectos que devem ser considerados; 3.1.3.1. Os contratos internacionais e a diversidade de sistemas jurídicos; 3.1.3.2. Características das contratações com os estados; 3.1.3.3. Tipos de contratos internacionais do comércio que afetam a cooperação internacional; a) Contrato de compra e venda internacional de mercadorias; b) Contrato de agência; c) Contrato de prestação de serviços; d) Contrato de financiamento; e) Contrato de *know how* ou transferência de tecnologia; f) Contrato de transporte marítimo; g) Contrato de locação de equipamento; h) Contrato de arrendamento mercantil (*Leasing*); i) Contrato de franquia (*anchising*); j) Contrato de associação ou *joint venture*; 4.1.3.4. Apreciação prática de certas cláusulas; 4. Fontes de financiamento para a cooperação e assistência técnica internacional; 4.1. Créditos convencionais; 4.2. Créditos de portação; 4.3. Créditos governamentais; 4.4. Créditos intergovernamentais; 4.5. Financiamento via organismos internacionais; 4.6. Financiamento de projetos; 4.7. Fundos de investimentos; 4.8. Financiamento via bolsas de valores; 4.9. Capitalização da dívida externa; Bibliografia

### Abstract

*Le Droit du Commerce International paraît comme la conséquence des rapports internationaux de caractère économique. Il est rectement attaché à la circulation internationale des marchandises, des services des payments. Ses sources sont différents de celles du Droit Commercial Interne et son instrument juridique sont les contrats internationaux.*

### 1. Definição de direito do comércio internacional

Após a II Guerra Mundial, o Estados e, conseqüentemente, as empresas deram-se conta de sua não auto-suficiência e da necessidade de cooperação internacional. A internacionalização dos negócios, o regime das parcerias empresariais e das empresas multinacionais, assim como o esforço dos países menos industrializados de desenvolver suas exportações, são as principais características da nova economia mundial.

Neste contexto surge o Direito do Comércio Internacional, ou "Droit International des Affaires", que tem como objeto de estudo toda a atividade mercantil internacional, abrangendo todas as áreas do direito comercial e do direito industrial, caracterizando-se como um verdadeiro direito econômico, mais amplo, que inclui o direito monetário-cambial, o direito financeiro, o direito fiscal, em síntese, o Direito Internacional Econômico. A função do Direito do Comércio Internacional é, como diz Baptista e Ríos, "entender e sobretudo atuar nos mercados externos, é explicar os aspectos jurídicos principais exatamente como são em cada uma das etapas da comercialização internacional para compreendê-los dentro dos nossos sistemas jurídicos nacionais" ("Aspectos jurídicos del comercio internacional", p. 7).

O Direito do Comércio Internacional não é, senão, o reflexo e a conseqüência das relações internacionais de caráter econômico. Esta diretamente vinculado à circulação internacional das mercadorias, dos serviços e dos pagamentos. Abrange, portanto, a cri-