

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

A EVOLUÇÃO DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO
DIREITO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOBRE O
ENTENDIMENTO DA CVM DE QUE AS CCBS DEVEM SE
SUJEITAR AO SEU PODER NORMATIVO

JOÃO PAULO DE AZEVEDO CARNEIRO

RIO DE JANEIRO

2008

JOÃO PAULO DE AZEVEDO CARNEIRO

A EVOLUÇÃO DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO
BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOBRE O ENTENDIMENTO DA CVM DE
QUE AS CCBS DEVEM SE SUJEITAR AO SEU PODER NORMATIVO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito para obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves

RIO DE JANEIRO

2008

Carneiro, João Paulo de Azevedo.

A evolução do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro: uma análise sobre o entendimento da CVM de que as CCBs devem se sujeitar ao seu poder normativo – 2008. 80 f.

Monografia (graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Faculdade de Direito.

Bibliografia: f. 55-57

1. Instituições Comerciais - Monografia. 2. Mercado de Capitais. I. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. Faculdade de Direito. III. Título.

CDD 342.23

JOÃO PAULO DE AZEVEDO CARNEIRO

A EVOLUÇÃO DO CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO:
UMA ANÁLISE SOBRE O ENTENDIMENTO DA CVM DE QUE AS CCBS DEVEM SE
SUJEITAR AO SEU PODER NORMATIVO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data de aprovação: ____/ ____/ ____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves

À minha grande companheira de todas as horas, Emille.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, pelos conselhos sempre úteis e precisos com que, sabiamente, orientou este trabalho.

À minha família pelo apoio incondicional em todas as horas.

RESUMO

CARNEIRO, João Paulo de A. *A evolução do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro: uma análise sobre o entendimento da CVM de que as CCBs devem se sujeitar ao seu poder normativo*. 2008. 80 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

O objetivo deste trabalho é estudar a evolução da interpretação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro. Partindo de uma análise do processo de evolução histórica do mercado de capitais no Brasil e posteriormente da consolidação do conceito de valor mobiliário, este trabalho debate a forma com que o legislador vem interpretando o tema. Além disso, procura-se demonstrar a relevância do direito comparado francês para a introdução do tema no Brasil, passando pelas principais influências do direito norte-americano, que pioneiramente criou um conceito amplo para valor mobiliário, para a atual definição legal de valor mobiliário no Brasil

Este trabalho surgiu da observação da interpretação da Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema, quando esta autarquia decidiu que a Cédula de Crédito Bancário poderia ser considerada um valor mobiliário. Dentro desse cenário, precisou-se realizar uma contextualização histórica da Comissão de Valores Mobiliários e a influência norte-americana exercida através da Securities and Exchange Commission, além de delimitar o seu campo de atuação através do estudo das funções dessa autarquia.

Com isso, este estudo passa a analisar os principais aspectos dessa decisão da Comissão de Valores Mobiliários, ressaltando os principais argumentos daqueles que entendem de forma diversa desta autarquia, para em seguida discutir as conseqüências dessa decisão para o mercado financeiro brasileiro.

Palavras-Chave: Mercado de Capitais; Comissão de Valores Mobiliários; Valor Mobiliário; Cédula de Crédito Bancário.

ABSTRACT

CARNEIRO, João Paulo de A. *A evolução do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro: uma análise sobre o entendimento da CVM de que as CCBs devem se sujeitar ao seu poder normativo*. 2008. 80 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

This work is dedicated to analyze the evolution of the interpretation of securities concepts in the Brazilian Legislation. Upon analyzing the process of historical evolution of the capital markets in Brazil and, afterwards, of the security concept's ratification this study debates the way in which the legislator has interpreted the theme. Besides that, this study intends to show the relevance of the French comparative law to the introduction of said theme in Brazil, passing through the main influences of US Law to the legal definition of security in Brazil.

This task emerged from the observation of the securities commission interpretation about this issue, when said autarchy decided that the Bank Credit Bill could be considered a security. Within this frame, it was needed to accomplish a primary source of the Brazilian Securities and Exchange Commission and US influence exerted through the Securities and Exchange Commission, besides of delimitate their sphere of action through the study of this autarchy's duties.

Herewith, this work starts to analyze the main aspects of said Brazilian Securities and Exchange Commission's decision, pointing out the main arguments of the ones who disagree with the referred autarchy, to afterwards discuss the consequences of said decision to Brazilian's financial market.

Keywords: Capital Markets; Securities and Exchange Commission of Brazil; Securities; Bank Credit Bill

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN - Banco Central do Brasil

CC - Código Civil Brasileiro

CCB - Cédula de Crédito Bancário

CPC - Código de Processo Civil

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

STJ - Superior Tribunal de Justiça

SUMOC - Superintendência da Moeda e do Crédito

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	4
1.1 Mercado de capitais.....	4
1.2 A evolução do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro.....	6
1.3 Caráter instrumental da definição legal de valor mobiliário.....	13
2 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	16
2.1 Contexto Histórico.....	16
2.2 A inspiração da <i>Securities and Exchange Commission</i> na criação da Comissão de Valores Mobiliários.....	20
2.3 A nova entidade reguladora do mercado de valores mobiliários.....	22
2.4 A função de registro da Comissão de Valores Mobiliários.....	24
2.5 A função de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.....	27
2.6 A função de desenvolvimento da Comissão de Valores Mobiliários.....	28
2.7 A função normativa da Comissão de Valores Mobiliários.....	28
2.8 A função consultiva da Comissão de Valores Mobiliários.....	30
3 A EVENTUAL POSSIBILIDADE DE CARACTERIZAR A CÉDULA DE CRÉDITO BANCÁRIO COMO VALOR MOBILIÁRIO	32
3.1 A Cédula de Crédito Bancário.....	32
3.2 Títulos de crédito e valores mobiliários.....	36
3.3 É possível caracterizar as CCBs como valores mobiliários?.....	40
3.3.1 <u>O endimento da Comissão de Valores Mobiliários de que as CCBs devem se sujeitar ao seu poder normativo</u>	42
3.3.2 <u>Os argumentos contrários à caracterização da CCB como valor mobiliário</u>	46
3.3.3 <u>Outros fundamentos contrários à tese de que a CCB poderia se tornar um valor mobiliário</u>	49
CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	55

Introdução

Em todo o mundo a demanda por investimentos visando o desenvolvimento econômico criou condições para o surgimento de um sistema capaz de prover os canais adequados para os agentes econômicos deficitários obterem os recursos necessários para o desenvolvimento de seus projetos e aplicação de suas poupanças. Esse sistema é o mercado de capitais.

Parte integrante do mercado financeiro, o mercado de capitais permite às companhias alcançarem a capitalização de que necessitam para a continuidade de seus negócios mediante basicamente a emissão pública de seus valores mobiliários e a negociação desses bens em bolsa de valores e mercado de balcão organizado.

Ensina Nelson Eizirik que: “O sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; mercado monetário; mercado cambial; e mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)”¹.

Nesse sentido, orientado pelo interesse público², o legislador viu-se compelido a estabelecer limites à atuação dos agentes econômicos no mercado financeiro, quer quanto à sua conduta, quer quanto aos seus bens negociados.

Em se tratando da regulação dos bens negociados no âmbito do mercado de capitais, de pronto, surgiu para o legislador a necessidade de conceituação de valor mobiliário. Contudo, valor mobiliário é especialmente difícil de conceituar, visto que esta definição compreenderia diferentes bens e cada um com características bem específicas³.

A tentativa de delimitação dos bens negociados no mercado de capitais ocorreu pela primeira vez no Brasil com o advento da Lei nº 4.728/65, diploma legal pioneiro que organizou o mercado de capitais brasileiro.

¹ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1998, p. 161.

² Conforme bem demonstrado por Nelson Eizirik o interesse público traduz-se pela necessidade de: “proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse” (EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar. 2008, p. 18)

³ QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUERA, Roberta Quiroga (Coord.). **Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo. Dialética, 2000.

Além disso, o legislador pátrio optou por seguir outros sistemas legislativos estrangeiros, contemplando o mercado de capitais com disciplina e órgão estatal próprio. Assim, foi criada em 1976 a Comissão de Valores Mobiliários, com a finalidade de disciplinar, regular e fiscalizar, exclusivamente o mercado de capitais brasileiro⁴.

Com efeito, analisando o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários ao longo da história, percebe-se que a competência dessa autarquia ampliou-se de uma forma relevante nos últimos anos. Essa ampliação se deu em virtude da ampliação do conceito do valor mobiliário na legislação brasileira e também pela criação de novos títulos pelos agentes atuantes no mercado de capitais.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários deveria delimitar esse conceito amplo de valor mobiliário implementado pelo legislador pátrio, tendo em vista que os negócios envolvendo quaisquer outros ativos financeiros deveriam ser fiscalizados pelo Banco Central do Brasil (Bacen), órgão responsável pela regulação do mercado de crédito brasileiro.

O que se pretende com este estudo é discorrer sobre a dicotomia da função regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, quando esta autarquia estabelece, ao menos conceitualmente, a definição de valores mobiliários. Para tanto, será utilizado como foco da discussão a recente decisão da Comissão de Valores Mobiliários, proferida em janeiro de 2008, de caracterizar as cédulas de crédito bancário, desde que cumprido determinados requisitos, como valores mobiliários⁵.

Assim, nos dois primeiros capítulos são abordadas os principais temas para a realização de um estudo sobre a possibilidade de considerar a cédula de crédito bancário como um valor mobiliário. No primeiro capítulo foi descrito os principais ditames da regulação do mercado de capitais no Brasil, ou seja, foi realizada uma contextualização do início da regulação desse sistema no Brasil para no fim descrever a evolução que o conceito de valor mobiliário passou no direito brasileiro.

No segundo capítulo, foi realizado um estudo da entidade que regula o mercado de valores mobiliários: o contexto histórico da criação da comissão de valores mobiliários; uma comparação com a entidade regulatória do mercado de capitais norte-americano; as funções

⁴ BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p. 16037.

⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata de Reunião do Colegiado nº 3, de 22 de janeiro de 2008. Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5730-0.HTM>>. Acesso em: 02 maio 2008.

da Comissão de Valores Mobiliários, em especial a sua função consultiva, na qual foi manifestada a opinião que norteia este trabalho.

Por fim, sem defender uma tese, seja ela contra ou favor, o último capítulo que trata da decisão da Comissão de Valores Mobiliários, que caracterizou as cédulas de crédito bancário como valor mobiliário, é o ponto central deste trabalho, no qual se propôs uma reflexão sobre essa decisão e suas possíveis consequências para o mercado financeiro nacional.

1- Regulação do mercado de capitais

A regulação de determinada atividade econômica possuiu como premissa básica a elaboração de normas para definir a estrutura da atividade e a criação de regras para disciplinar a conduta dos agentes que participam dessa atividade.

Assim, o estabelecimento de determinados limites à atuação dos agentes econômicos que atuam no mercado de capitais foi a maneira que o Estado brasileiro encontrou para estabelecer uma equiparação entre aqueles que aplicam seus recursos no mercado de capitais com aqueles que buscam capitalização através da emissão de valores mobiliários.

Nesse sentido, uma análise da regulação do mercado de capitais deve ser complementada de um estudo, ainda que de forma superficial, do conceito de mercado de capitais e posteriormente do conceito de valores mobiliários.

1.1- Mercado de capitais

Para discorrer sobre o mercado de capitais é indispensável que se estabeleça para o presente estudo uma delimitação do conceito desse sistema. É cediço que este termo é utilizado, pelo menos de maneira em geral, de forma diferente. Além de não haver um consenso sobre o efetivo alcance da expressão entre os doutrinadores, o direito positivo brasileiro não produz maiores esclarecimentos à essa celeuma.

A legislação mais antiga que trata da matéria por exemplo, a Lei nº 4.728/65, em sua ementa dispôs que o referido diploma disciplinaria o mercado de capitais e estabeleceria medidas para o seu desenvolvimento. No entanto, contrariando a lógica do processo legislativo, referida norma não trouxe em seu corpo uma definição legal para o termo.

O legislador de 1965, além de não trazer uma definição legal para mercado de capitais, trouxe uma ambiguidade para a disciplina. Logo em seu artigo 1º, a Lei nº 4.728/65 faz alusão de forma conjunta aos mercados financeiros e de capitais, como se fossem possuírem o mesmo significado, ou, em outra leitura, como se fossem mercados distintos.

Assim estabelece o artigo 1º da Lei nº 4.728/65:

Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.⁶

Em 1976, o preâmbulo da Lei nº 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, não mencionou “mercado de capitais” e sim “mercado de valores mobiliários”. Não obstante a ambiguidade verificada no legislador de 1965, este diploma legal também atribui denominações diferentes para um mesmo sistema.

Como exemplo dessa ambiguidade pode-se citar o título do capítulo VII-B do referido diploma, apesar de ser “Dos Crimes contra o Mercado de Capitais”, todo o restante da norma refere-se exclusivamente ao mercado de valores mobiliários:

CAPÍTULO VII-B DOS CRIMES CONTRA O **MERCADO DE CAPITAIS**

Manipulação do Mercado

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos **mercados de valores mobiliários** em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Uso Indevido de Informação Privilegiada

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função

Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no **mercado de valores mobiliários**, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem

⁶ BRASIL. Lei nº 4.728/65 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 jul, 1965.

estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:

Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.

Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente.

Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo. (Grifo meu) ⁷

A falta de rigor técnico do legislador de 1976 também pode ser evidenciada no artigo 6º do mesmo dispositivo legal supra mencionado. Este artigo dispõe que os membros do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários devem ser de reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, ao invés de se valer da expressão mercado de valores mobiliários.

Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

A despeito da não padronização do conceito de mercado de capitais pelos diplomas legais brasileiros, é possível concluir que o mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias e viabilizar seu processo de capitalização.

Assim, o mercado de capitais se compõe, por conseguinte, dos que precisam captar recursos e dos que têm recursos a oferecer. Como a operacionalização dessa captação não se faz na modalidade empréstimo, as companhias não são obrigadas a devolver os recursos que recebem no mercado de capitais. O retorno obtidos por aqueles que injetam recursos no mercado de capitais ocorre apenas se seus investimentos obtiverem lucros.

Além da função essencial de captação de recursos, o mercado de capitais possui uma outra função, a de proporcionar liquidez às aplicações consubstanciadas através de valores mobiliários.

José Edwaldo Tavares Borba acentua essa característica do mercado de capitais: “Caracteriza-se esse mercado pelo dinamismo e liquidez das aplicações, uma vez que os

⁷ BRASIL. Lei nº 6.385/76 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p.16037

títulos adquiridos poderão ser revendidos, a qualquer tempo, mediante a sua oferta no mesmo mercado”⁸.

Portanto, o que se observa na legislação brasileira, mais especificamente no diploma pioneiro que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, a Lei nº 4.728/65, é que o mercado de capitais é o sistema responsável pela emissão, distribuição, intermediação e negociação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias.

Ocorre que só é possível alcançar uma perfeita compreensão da abrangência do mercado de capitais se, além de análise de seu conceito e de suas funções, for feita uma contextualização histórica do conceito de valor mobiliário na legislação brasileira.

1.2- A evolução do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro

A primeira legislação do mercado de capitais brasileiro, a Lei nº 4.728/65, além de não atribuir um conceito ao mercado de capitais, não definiu a expressão valores mobiliários, apesar de se valer deste termo em diversas ocasiões.

Assim, a disciplina de mercado de capitais no Brasil permaneceu ineficaz frente aos anseios do mercado financeiro, pois, apesar de o legislador criar uma lei para o mercado de capitais não delimitou o seu objeto de atuação, permanecendo assim a situação de fragilidade no que tange ao interesse público e dos investidores do mercado de capitais.

A definição da expressão valor mobiliário apenas tornou-se indispensável para o legislador pátrio quando este resolveu traçar uma linha divisória entre o mercado de capitais e o mercado de crédito no Brasil. A Lei nº 6.385/76 destacou do mercado financeiro a disciplina do mercado de capitais, retirando a competência de regulamentação desse mercado do Bacen e atribuindo essa competência para a então recém-criada Comissão de Valores Mobiliários⁹.

Ocorre que o direito societário brasileiro precisava definir qual orientação deveria seguir para tratar a disciplina, a orientação do direito norte-americano ou a do direito europeu.

⁸ BORBA, José EdwaldoTavares. **Direito Societário**. 9. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, a. 24, n. 59, julho/setembro de 1.985, p. 30-55.

O direito societário europeu, especialmente o francês, procurava conferir à noção de valor mobiliário, um caráter limitado¹⁰. Nesse sentido, Arnold Wald observa que: “O conceito de valor mobiliário, nos países europeus, particularmente na França, apresenta um alcance bem mais limitado, referindo-se basicamente aos títulos emitidos por sociedades anônimas e aptos a serem negociados publicamente”¹¹.

Vicenzo Vito Chionna, ao tratar sobre o assunto, destaca:

Esta conceituação de valor mobiliário é seguida em outros países, como a Itália. Neste país, os valores mobiliários são definidos como documentos de massa, negociáveis no mercado regulamentado. Inicialmente, entendia-se que eram títulos suscetíveis de serem cotados em mercado regulamentado. Com a evolução do conceito, passou-se a agregar, primeiramente, a noção de bem instrumental para uso em massa, e, por fim, a idéia de negociabilidade do título¹².

Em paralelo, o ordenamento jurídico norte-americano evoluiu no sentido de adotar um conceito amplo para os valores mobiliários. No entanto, esse conceito não foi alcançado de plano pelo direito societário americano, sendo necessária uma intervenção dos tribunais para que a matéria chegasse ao seu atual ponto evolutivo.

O primeiro diploma legal americano sobre a matéria, o *Securities Act* de 1933, estabeleceu expressamente qual seria o rol dos papéis considerados valores mobiliários. No entanto, a redação deste dispositivo foi amplamente criticada à época pelo mercado financeiro¹³ porque não continha exatamente o conceito de *security*, tendo o legislador apenas enumerado, de forma exemplificativa, títulos, valores e contratos que poderiam ser considerados valores mobiliários.

Sobre o conceito de *security* e o caráter exemplificativo que a legislação americana possui, Luiz Gastão Paes de Barros Leães observa que: “Longe, pois, de fornecer a ‘essência’ do conceito de *security*, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilham de uma essência comum, de resto deixada indefinida”¹⁴.

¹⁰ EIZIRIK, Nelson. Op. cit, p. 28.

¹¹ WALD, Arnold. O mercado futuro de índices e os valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 57, 1.985, p.11.

¹² CHIONNA, Vincenzo Vito. Tradução de Nelson Eizirik, Op. cit. Título original: Le origini della nozione di valore mobiliare, p.51.

¹³ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de *security* no direito norte americano e o conceito análogo no direito brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 14, 1.974, p. 43-44.

¹⁴ Ibid, p. 44.

Assim, diante da falta de limites conceituais do instituto jurídico de *security* em lei, coube aos tribunais norte-americanos estabelecer o exato sentido de valor mobiliário¹⁵.

A primeira manifestação da jurisprudência norte-americana sobre o tema foi da Suprema Corte dos Estados Unidos da América, no julgamento do caso “SEC vs. W. J. Howey & Co”, na qual o referido tribunal estabeleceu os contornos do conceito de “contrato de investimento”, termo vago utilizado no texto da *Section 2* do *Securities Act*, de 1933, conforme a seguir destacado:

When used in this title, unless the context otherwise requires--
The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, **investment contract**, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.¹⁶

No aludido caso, a Suprema Corte norte-americana entendeu que o contrato de investimento compreende todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, na expectativa de partilhar o lucro por ele gerado, não tendo, no entanto, controle direto sobre o empreendimento, uma vez que os esforços que venham a ser desenvolvidos para o sucesso do negócio cabem exclusivamente ao empreendedor ou a uma terceira pessoa.

Quando pela primeira vez o legislador brasileiro tratou da expressão valor mobiliário no ordenamento pátrio, através da Lei nº 6.385/76, ele não atribuiu um caráter geral e abstrato ao conceito de valor mobiliário, como fez o direito societário norte-americano, pelo contrário, a opção do legislador foi enunciar taxativamente os papéis de emissão das companhias já contemplados no projeto de Lei das Sociedades por Ações e por delegar ao Conselho Monetário Nacional, a criação de outros valores mobiliários a serem emitidos pelas sociedades anônimas.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson, Op. cit.

¹⁶ Disponível em: <<http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec2.html>>. Acesso em: 16 set. 2008.

Assim dispôs o artigo 2º da Lei nº 6.385/76:

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 debêntures¹⁷.

Portanto, o legislador de 1976 optou por não estabelecer uma definição conceitual de valor mobiliário, preferindo apenas enumerá-lo e deixando a cargo do Conselho Monetário Nacional a responsabilidade de incluir novos títulos no rol dos valores mobiliários.

Ocorre que a tutela dos investidores no mercado de capitais em geral não foi totalmente abarcada pela caracterização que o legislador atribuiu aos valores mobiliários, ficando portanto esses investidores desprovidos de proteção normativa.

Analisando a questão Rubens Requião definiu valores mobiliários da seguinte forma: “são todos os papéis emitidos pelas sociedades anônimas para captação de recursos financeiros no mercado”¹⁸.

A opção do legislador brasileiro em não fixar um *numerus clausus* para o elenco de valores mobiliários e sim elencar de forma *numerus apertus*, fez com que o Conselho Monetário Nacional sentisse a necessidade de editar vários normativos para ampliar aquele elenco original do art. 2º.

O próprio legislador ordinário, antes mesmo da manifestação do Conselho Monetário Nacional, resolveu ampliar o elenco de valores mobiliários da legislação brasileira. Assim, o Decreto-lei nº 2.286, em seu artigo 3º, estabeleceu que também constituem valores

¹⁷ BRASIL. Lei nº 6.385/76 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p.16037.

¹⁸ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2, p. 27.

mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.¹⁹

Em 1990, o Conselho Monetário Nacional, com base no inciso III do art. 2º da Lei nº 6.385/76, editou a Resolução nº 1.723²⁰ para considerar as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinados à oferta pública, como valores mobiliários.

Posteriormente, a regulamentação também incluiu os seguintes ativos no rol de valores mobiliários: (a) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósitos²¹; (b) cotas de fundos imobiliários²²; (c) certificados de investimentos audiovisuais²³; (d) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda à termo de energia elétrica²⁴; e, (e) certificados de recebíveis imobiliários.²⁵

Apesar de toda essa extensão do rol de valores mobiliários na legislação brasileira, a doutrina²⁶ destacava, há muito tempo, a necessidade de adoção de um conceito amplo para valor mobiliário no direito brasileiro. O saciamento da criatividade do mercado de capitais só seria atingido com o advento de um conceito legal genérico, independente da longa lista de valores mobiliários já prevista no ordenamento pátrio.

A Medida Provisória nº 1.637/98, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/01, foi justamente editada para operar essa mudança no ordenamento legislativo brasileiro. Em sua exposição de motivos, o Ministério da Fazenda explicou a Medida Provisória nº 1.637/98 da seguinte forma:

(...) visa ampliar a competência normativa e fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários – CVM no que diz respeito às relações entre investidores e captadores de poupança popular através de novos

¹⁹ BRASIL. Decreto-Lei nº 2.286/86 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 24 jul. 1986.

²⁰ Resolução nº 1.723/90 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Conselho Monetário Nacional, Brasília, DF, 29 jun. 1990, p. 12556.

²¹ Incluídos pela Resolução nº 1.907/92 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Conselho Monetário Nacional, Brasília, DF, 27 fev. 1992, p. 2656.

²² Incluídos pelo art. 3º da Lei nº 8.668/93 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 18 jun. 1993, p. 8565.

²³ BRASIL Lei nº 8.685/93 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 21 jul. 1993, p. 10107.

²⁴ Resolução nº 2.405/97 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Conselho Monetário Nacional, Brasília, DF, 26 jun. 1997, p. 13208.

²⁵ Incluídos pelo art. 6º da Lei nº 9.514 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 21 nov. 1997, p. 27182.

²⁶ Nesse sentido, MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, Revista dos Tribunais, a. 24, n. 59, julho/setembro de 1.985, p. 30.

instrumentos de investimento, que não estão hoje submetidos à adequada regulação estatal.²⁷

Nesse momento, o legislador adotou uma definição ampla de valor mobiliário, definição essa retirada da jurisprudência da Suprema Corte norte-americana. Em contraponto ao direito societário americano, a definição de direito societário brasileiro nasceu com força cogente de lei e não de definição judicial como no caso norte-americano.

A redação do referido dispositivo ajusta a disciplina do mercado de capitais à dinâmica dos agentes de mercado introduzindo uma modificação essencial ao texto legal brasileiro, a introdução da definição legal de valor mobiliário quando dispôs:

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.²⁸

Nesse sentido, qualquer título ou contrato de investimento coletivo, ofertado publicamente e que gere lucros advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros passaria a ser considerado valor mobiliário. No entanto, a disciplina do mercado de capitais brasileiro apenas atingiu a atual situação quando foi editada a Lei nº 10.303/01. Entre outras inovações, o referido diploma sistematizou o elenco de valores mobiliários já previstos incluindo o conceito mais amplo já contido na Lei nº 10.198/01.

Em suma, de acordo com a atual legislação, são valores mobiliários os documentos referidos na enumeração dos incisos de I a VIII do art. 2º da Lei 6.385/76 e os que se enquadrarem no conceito de título ou contrato de investimento coletivo estabelecido no inciso IX do mesmo dispositivo legal:

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

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

²⁷ Exposição de motivos do ministério da fazenda n. 712, de 09 de janeiro de 1.997, que originou a mensagem ao congresso nacional n. 37/98 (n. 31/98 na origem).

²⁸ BRASIL. Lei nº 10.198/01 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 fev. 2001, p. 4.

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

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

VI - as notas comerciais;

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

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.²⁹

1.3- Caráter instrumental da definição legal de valor mobiliário

Como exposto no item anterior, a definição legal de valor mobiliário inspirou-se no direito francês até o advento da Medida Provisória nº 1.637/98, convertida na Lei nº 10.198/01. A partir de então, a definição passou a ser mista, possuindo um rol taxativo de títulos e valores mobiliários e um conceito genérico, o de título ou contrato de investimento coletivo.

Entretanto não existe um compromisso do legislador pátrio em estabelecer um conceito geral de valor mobiliário e basta uma breve análise das normas que tratam do assunto para se comprovar essa premissa.

Nesse sentido, a ementa da Lei nº 4.728/65 demonstra que tal normativo deveria disciplinar apenas o mercado de capitais, fazendo uma alusão ao que hoje o legislador denomina mercado de valores mobiliários. No entanto, essa lei não trata exclusivamente do mercado de capitais, pelo contrário, o legislador em diversas passagens deste dispositivo legal faz referência aos “mercados financeiros e de capitais” de forma conjunta:

[LEI Nº 4.728, DE 14 DE JULHO DE 1965.](#)

²⁹ BRASIL. Lei nº 6.385/76 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p.16037.

Disciplina o **mercado de capitais** e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

[...]

Art. 1º Os **mercados financeiro e de capitais** serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos **mercados financeiro e de capitais** com a finalidade de:

[...]

Art. 3º Compete ao Banco Central:

[...]

b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos **mercados financeiro e de capitais**.

(...)

Art. 15. As instituições financeiras autorizadas a operar no **mercado financeiro e de capitais** poderão organizar consórcio para o fim especial de colocar títulos ou valores mobiliários no mercado.

[...]

SEÇÃO III

Acesso aos **mercados financeiro e de capitais**

[...]

§ 2º Entende-se por colocação ou distribuição de títulos ou valores mobiliários nos **mercados financeiro e de capitais** a negociação, oferta ou aceitação de oferta para negociação:

[...]

Seção XIV

Alienação Fiduciária em Garantia no Âmbito do **Mercado Financeiro e de Capitais**

Art. 66-B. O contrato de alienação fiduciária celebrado no âmbito do **mercado financeiro e de capitais**, bem como em garantia de créditos fiscais e previdenciários, deverá conter, além dos requisitos definidos na Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, a taxa de juros, a cláusula penal, o índice de atualização monetária, se houver, e as demais comissões e encargos. (Grifos meus)³⁰

Esse tratamento uníssono do legislador de 65 para mercado financeiro e de capitais não favorece o estudo das disciplinas, pelo contrário, ele apenas aumento o imbróglio sobre a definição legal de valor mobiliário. Assim, não é possível estabelecer uma conceituação legal

³⁰ BRASIL. Lei nº 4.728/65 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 jul, 1965.

a partir de uma análise dos títulos que compõe esses mercados, visto que a lei trata forma indistinta mercado financeiro e de capitais.

Um exame apurado da definição consolidada pela Lei 6.385/76, por exemplo, também demonstra uma falta de rigor técnico da legislação. Editada quase uma década após a Lei nº 4.728/65, esse diploma legal prefere utilizar a expressão mercado de valores mobiliários e no que tange ao mercado de capitais, o legislador faz uso da expressão uma única vez:

Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.³¹

Além da falta de rigor sobre o nome do mercado onde deveriam estar submetidos os valores mobiliários, o legislador não unificou o conceito de valor mobiliário. Nesse sentido, diversos títulos e valores mobiliários referidos na enumeração dos incisos de I a VIII se enquadram facilmente na definição de título ou contrato de investimento do inciso IX do mesmo dispositivo legal.

Na verdade, essa definição possui um caráter meramente instrumental e o seu único objetivo é delimitar o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários. A negociação dos títulos e valores mobiliários elencados no art. 2º da Lei 6.385/76 somente podem ocorrer no mercado de valores mobiliários, sendo que a oferta desses documentos ao público investidor deve seguir obrigatoriamente as regras previamente estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

³¹ BRASIL. Lei nº 6.385/76 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p.16037.

2- A Comissão de Valores Mobiliários

O mercado financeiro brasileiro atual possui uma distribuição de competência bipartida, ou seja, duas entidades dividem a responsabilidade pela normatização e fiscalização de suas atividades. O sistema bancário, monetário e creditício é regulado pelo Bacen e a função de disciplinar o mercado de capitais cabe especificamente à Comissão de Valores Mobiliários

No entanto, esse atual cenário regulatório não reflete o início da estrutura da regulação do sistema financeiro Brasileiro. Desde a década de 40, diversas alterações foram realizadas no direito econômico brasileiro até que a Comissão de Valores Mobiliários atingisse a atual condição de entidade autárquica responsável pelo mercado de valores mobiliários.

2.1- Contexto Histórico

Antes de estabelecer um estudo da Comissão de Valores Mobiliários é de fundamental importância para a compreensão de suas atuais funções analisar o contexto histórico que o Brasil estava passando no momento de sua criação.

Uma análise do processo histórico da atuação do Estado brasileiro no domínio econômico demonstra que o Brasil adotou diversas teorias para essa atuação, alternando essas teorias de acordo com a influência que o país sofria de acordo com os mais diversos fatores, ora por influência do direito alienígena, ora por influência de fatores endógenos, tais como a política, economia e questões sociais.

Partindo mais especificamente de uma análise do século XX, a partir da Constituição de 1934, vicejou claramente no Brasil a adoção da doutrina do modelo interventivo. Diferentemente do modelo anterior, o liberalismo econômico, o Estado Brasileiro passou a exercer uma posição atuante e fiscalizadora na economia.

Sobre o início da intervenção do Estado na economia, José dos Santos Carvalho Filho afirma que:

A intervenção do Estado o capacitou a regular a economia, permitindo a inauguração da fase do dirigismo econômico, em que o Poder Público produz uma estratégia sistemática de forma a participar ativamente dos fatos

econômicos. Na verdade, o intervencionismo compreende um sistema em que o interesse público sobreleva em relação ao regime econômico capitalista. O governo recebe certas funções distributivas e alocativas, isto é, busca proporcionar uma equânime distribuição de riqueza e fornecer a certas categorias sociais alguns elementos de proteção contra as regras exclusivamente capitalistas.³²

No ano de 1945 foi promulgado o Decreto-Lei nº 7.666/45³³ (vulgarmente conhecido como “Lei Malaia”), que dispunha sobre os “atos contrários à ordem moral e econômica” e que sistematizou a regulamentação da repressão ao abuso do poder econômico, reprimindo firmemente o abuso do poder econômico.

A Lei Malaia estabeleceu um regime capaz de disponibilizar ao Poder Executivo um instrumento apto a controlar a atividade do poder econômico no território brasileiro, facultando até mesmo a intervenção do governo em sociedades que praticassem atos nocivos ao interesse público.

No entanto, considerado pelos críticos do Poder Executivo como nacionalista e intervencionista, o Decreto-Lei nº 7.666/45 foi revogado em 30 de outubro de 1945, no dia seguinte à deposição de Getúlio Vargas do Governo Federal, pelo presidente interino José Linhares.

Após a revogação da Lei Malaia, ainda sob a égide da cultura intervencionista, novas diretrizes foram adotadas no Brasil. Através de uma das formas de atuação do Estado na ordem econômica, a de Estado Regulador³⁴, surgem no Brasil novas regras disciplinadoras da ordem econômica. Além de regras jurídicas, nota-se principalmente a criação de pessoas jurídicas para assumir diretamente um papel econômico na economia.

Nesse contexto é que a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), criada em 1945 pelo Decreto-Lei nº 7.293/45³⁵, exerceu o controle monetário no Brasil até a efetiva organização de um Banco Central. O objetivo da SUMOC era principalmente fixar os

³² CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 15. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2006.

³³ BRASIL. Decreto-Lei nº 7.666/45 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 jun. 1945.

³⁴ O amparo constitucional do Estado Regulador está no artigo 174: “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

³⁵ BRASIL. Decreto-Lei nº 7.293/45 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 02 fev. 1945.

percentuais de reservas obrigatórias dos bancos comerciais, as taxas do redesconto e da assistência financeira de liquidez, bem como os juros sobre depósitos bancários.

Além disso, era de responsabilidade da SUMOC realizar a supervisão da atuação dos bancos comerciais, orientando a política cambial e representando o Brasil junto a organismos internacionais.

Em 1957, Tancredo Neves exercendo o cargo de diretor do Banco do Brasil, banco responsável à época pela assistência financeira e pela emissão de papel moeda no Brasil, manifestou em texto apresentado na Escola Superior de Guerra sua opinião sobre a necessidade de criação de um banco central:

Nós temos, ainda, o Banco Central, mas alguns organismos que, convenientemente estruturados, nos permitiriam construí-lo. As suas funções estão afetas à Superintendência da Moeda e do Crédito, à Carteira de Redescontos e à Caixa de Mobilização Bancária, que realizam esparsas e timidamente as suas tarefas... É que sendo os governos maiores necessitados de recursos financeiros para atender as exigências de sua política orçamentária, em permanente situação de déficits, tendem a abusar ao apelo às emissões. A facilidade de emitir é sempre um convite a despesas inúteis, voluptuárias ou adiáveis, uma vez que o poder financeiro do Estado é sempre fraco ante a pressão dos grupos políticos... É que, em última análise, a estabilidade monetária resulta de uma política de crédito e fiscal que, em se complementando e em se suplementando, cria condições ao pleno desenvolvimento do progresso econômico... Conclui-se, pois que a criação do Banco Central no Brasil está subordinado à fixação de uma inflexível política fiscal, de rigoroso equilíbrio entre a receita e a despesa pública, o que vale dizer, disciplina orçamentária.³⁶

Apesar de estar expresso no artigo 1º do Decreto-Lei nº 7.293/45 que o objetivo deste dispositivo legal seria preparar a organização de um banco central, esta instituição apenas viria a ser efetivamente constituída quase 20 anos após a criação da SUMOC. Nesse sentido, a Lei nº 4.728/65 introduziu no Brasil uma nova estrutura de autoridade monetária, o Bacen.

O banco central brasileiro assumiu uma configuração diferenciada da SUMOC, instituição à qual estava substituindo. Dentre essas mudanças é possível destacar as seguintes: (a) a responsabilidade pela emissão de papel moeda deixou de ser do Banco do Brasil, passando a ficar sob a inteira responsabilidade do Bacen; (b) apenas o Bacen poderia realizar operações de crédito com o Tesouro Nacional; (c) as operações de câmbio deixaram de ser realizadas pelo Banco do Brasil e passaram a ser realizadas pelo Bacen.

³⁶ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1965-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>. Acesso em: 30 out. 2008

Além de todas as responsabilidades atinentes a um banco central comum, o Bacen possui uma peculiaridade interessante, qual seja: à ele foi atribuída a responsabilidade de exercer o poder de polícia do mercado de valores mobiliários.

O mercado de valores mobiliários brasileiro após a criação da chamada “Lei dos Mercados de Capitais” (Lei nº 4.728/65) demonstrou um crescimento demasiado, com grandes investimentos em ações e em fundos de investimento que a partir da década de 60 culminaram num surto especulativo sem precedentes. Nesse mercado recente prevaleciam práticas não equitativas entre os agentes financeiros, onde investidores individuais não possuíam qualquer proteção do Estado.

Porém, na década de 70 vislumbrou-se no Brasil a necessidade de atualização das normas de direito econômico que disciplinavam o mercado de valores mobiliários. Toda a onda especulativa ocorrida nos anos anteriores acarretaram num processo de correção dos mercados e conseqüentemente na bancarrota financeira de muitos investidores, empresários, banqueiros e outros agentes atuantes do mercado.

O ex-presidente da CVM Roberto Teixeira da Costa ao dissertar sobre tema afirmou que:

Foram anos a fio do mercado curando suas cicatrizes, e uma incansável busca dos responsáveis pelo decabre que empobreceu muitos, arruinou alguns e deve ter feito alguns poucos milionários, desgastando a imagem do investimeno em ações.³⁷

Em virtude disso, percebeu-se que a legislação estava ultrapassada, que a existência de um órgão regulador independente para o mercado de valores mobiliários era essencial e que era extremamente necessário criar condições minimamente seguras para os investimentos em valores mobiliários. O governo brasileiro decidiu portanto enfrentar o problema, tendo promulgado nessa época a Lei nº 6.385/76 que reviu a antiga lei das sociedades por ações.

Simultaneamente nesse período foi iniciado estudos para a criação de uma entidade reguladora independente que pudesse regular e supervisionar de forma exclusiva e independente o mercado de valores mobiliários brasileiro.

³⁷ COSTA, Roberto Teixeira da. Analisando o presente e pensando o futuro: os 30 anos da CVM. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2.006, p. 20

Conforme demonstra Alexandre Santos de Aragão o surgimento de entidades reguladoras no Brasil não contraria em nada os valores do Estado de Direito:

As competências complexas das quais as agências reguladoras independentes são dotadas fortalecem o Estado de Direito, vez que, ao retirar do emaranhado das lutas políticas a regulação de importantes atividades sociais e econômicas, atenuando a concentração de poderes na Administração Pública central, alcançam, com melhor proveito, o escopo maior – não meramente formal – da separação de poderes, qual seja, o de garantir eficazmente a segurança jurídica, a proteção da coletividade e dos indivíduos empreendedores de tais atividades ou por elas atingidos.³⁸

O principal objetivo do governo ao instituir novas entidades regulatórias é criar a possibilidade de, através da personalidade jurídica própria dessas entidades, exercer o seu poder de polícia diretamente no setor em que atuam, exercendo suas funções de forma autônoma ou até independente do poder executivo.

Os estudos para a elaboração de uma entidade reguladora do mercado de valores mobiliários nortearam-se principalmente no modelo da *Securities and Exchange Commission*, modelo norte-americano de regulação deste mercado.

2.2- A inspiração da *Securities and Exchange Commission* na criação da Comissão de Valores Mobiliários.

Assim como ocorreu no Brasil, a criação de uma entidade reguladora do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos surgiu como uma resposta do governo à uma crise que assolava os mercados. Foi nessa esteira que, em 1934, o então presidente dos Estados Unidos Franklin Delano Roosevelt criou a *Securities and Exchange Commission* (SEC), com a intenção de controlar os abusos que levaram à quebra da bolsa de valores de Nova York.

Mas as duas entidades reguladoras, a norte-americana e a brasileira, não possuem em comum apenas o motivo que nortearam as suas criações, pelo contrário, por se tratar de uma agência inspirada na SEC, a Comissão de Valores Mobiliários possui muitas semelhanças com esta entidade.

³⁸ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo**. 2. ed. São Paulo: Forense. 2003

No momento em que ocorreu quebra da bolsa de valores de Nova Iorque, no ano de 1929, o Estados Unidos não contavam com uma legislação única para o mercado de valores mobiliários. Toda a regulamentação desta matéria era realizada por legislação esparsa, feita por legislação estadual e por entidades auto-reguladoras, como a própria bolsa de valores de Nova Iorque. Dessa forma, antes da criação da SEC o mercado de valores mobiliários norte-americano não estava sujeito a qualquer controle de legislação federal, podendo os agentes do mercado agirem com total autonomia sobre os seus membros, através da auto-regulação.

No entanto, o governo norte-americano diante da grande depressão que se instaurou no país no período de 1929 a 1933, devido ao *crash* da bolsa de valores de Nova Iorque, percebeu que a auto-regulação dos mercados não estava suprimindo os anseios do mercado.

Conforme lição de Marco Aurélio Gumieri Valério:

Nos EUA, país onde se pratica, tradicionalmente, o mínimo de intervenção pública nesses setores, sentiu-se a necessidade de disciplinar as atividades econômicas exercidas por particulares, tencionando a proteção dos usuários e evitar abusos do poder econômico.³⁹

Foi nesse contexto que o congresso norte-americano editou uma medida com o intuito de criar uma política de prestação de informações mais completas no mercado de valores mobiliários. Era o início da adoção do princípio da transparência pelo governo norte-americano, visava-se coibir as prática fraudulentas na realização de ofertas de títulos no mercado.

Dessa forma, essa primeira medida pretendeu ampliar o âmbito das informações apresentadas ao mercado. Não obstante à adoção do princípio da transparência, o governo norte-americano editou, um ano depois, o *Securities Exchange Act of 1934*, medida que criou finalmente um órgão regulador do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América, a SEC.

Com a criação da SEC o governo norte-americano demonstrou aos demais países do globo que o mercado de valores mobiliários necessitava de uma fiscalização mais apurada, eles perceberam que a plena liberdade do mercado decorrente da auto-regulação inevitavelmente levaria à um excesso de arbítrio do capitalismo, gerando, conseqüentemente, situações de abuso e de opressões aos direitos e interesses individuais.

³⁹ VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. Reforma Regulatória e Sistema Financeiro Nacional. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, Malheiros Editores, n. 129, 2.003, p. 177.

Conforme observou Nelson Eizirik, a SEC foi constituída para ser uma “comissão do governo federal, independente, bipartidária, ‘quase-judicial’, na medida em que julga, em instância administrativa única, os processos sancionadores que instaura, e ‘quase legislativa’, eis que dotada de poderes expressos para regulamentar a legislação federal sobre ‘*securities*’”.⁴⁰

Diante de tais características, é possível estabelecer um paralelo ainda maior entre as entidades regulatórias americana e a brasileira. A Comissão de Valores Mobiliários também é uma entidade federal, que possui poderes de natureza judicial e legislativa e com grande autonomia de atuação, embora essa autonomia não estivesse legalmente prevista na criação desta entidade, conforme se verá no item seguinte.

2.3- A nova entidade reguladora do mercado de valores mobiliários

Conforme demonstrado anteriormente, até o ano de 1976 a legislação ordinária que disciplinava o mercado de capitais, atribuía ao Banco Central do Brasil a função de regular e fiscalizar este mercado. No entanto, a partir da edição da Lei nº 6.385/76 essa função passou a ser exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, entidade que possui como principal objeto formal e material os valores mobiliários.

Antes de tratar especificamente dos contornos e especificidades que a entidade reguladora do mercado de capitais possui, faz-se necessário estabelecer um breve relato sobre a natureza jurídica da Comissão de Valores Mobiliários.

A redação dada pela Lei nº 10.411/02 ao art. 5º da lei que criou a Comissão de Valores Mobiliários conferiu-lhe além de sua natureza jurídica original de entidade autárquica, uma característica de independência, elevando-a à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, ela passou a ser considerada uma agência reguladora:

Art. 1º Os arts. 5º, 6º, 16 e 18 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passam a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, **dotada de autoridade administrativa independente**, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e revisão. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2.006, p. 33.

estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária." (Grifo meu)⁴¹

Sem embargos a característica de independência para uma agência reguladora pressupõe, num conceito extremado, a impossibilidade de demissão *ad nutum* de seus dirigentes, impossibilidade de recursos das decisões à outro órgão governamental, prestações de contas unicamente à própria entidade, entre outras características especiais. Todavia, uma análise das mencionadas características exclui a Comissão de Valores Mobiliários dessa classificação. Nesta autarquia, por exemplo, todas as decisões sancionatórias possibilitam a interposição de recurso externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão colegiado, de segundo grau, integrante da estrutura do Ministério da Fazenda.

Além disso, o Projeto de Lei nº 3.337/2004, que dispõe sobre a gestão, a organização e o controle social das agências reguladoras, não inclui a Comissão de Valores Mobiliários em seu rol taxativo de agências e, caso porventura o projeto seja aprovado da forma original em que foi redigido, esta autarquia não será legalmente uma agência reguladora:

Art. 2º-Consideram-se Agências Reguladoras, para os fins desta Lei, bem como para os fins da Lei nº 9.986, de 2000:

I – a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL;

II – a Agência Nacional de Petróleo – ANP;

III – a Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL;

IV – a Agência Nacional de Vigilância Sanitária – ANVISA;

V – a Agência Nacional de Saúde Suplementar – ANS;

VI – a Agência Nacional de Águas – ANA;

VII – a Agência Nacional de Transportes Aquaviários – ANTAQ;

VIII – a Agência Nacional de Transportes Terrestres – ANTT; e

IX – a Agência Nacional de Cinema – ANCINE.⁴²

Não obstante esta característica de independência não se adequar completamente à Comissão de Valores Mobiliários, em face da discussão doutrinária e a pré-disposição do

⁴¹ BRASIL. Lei nº 10.411/02 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 fev. 2002, p.1.

⁴² Disponível em: < http://www.legiscenter.com.br/templates/legis_pl.cfm?path_pl=projeto_de_lei/un/2004/pl_3337_de_13-04-04/integra_original>. Acesso em: 01 nov. 2008.

legislador, as funções exercidas por esta autarquia desde a sua fundação demonstram que uma discussão sobre a sua natureza jurídica tornam-se um tanto dispensável, visto que o caráter de independência à essa autarquia apenas foi proporcionado pelo legislador em 2002, mas a entidade já possuía desde a sua criação satisfatória autonomia de suas funções.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários exerce desde a sua criação no âmbito do mercado de valores mobiliários, as seguintes funções: registro, fiscalização, desenvolvimento, normativa e consultiva, funções essas exercidas minimamente de forma autônoma. Ressalta-se, contudo, que todos os atos praticados por essa entidade reguladora são passíveis de controle posterior a ser exercido pelos Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário.

2.4- A função de registro da Comissão de Valores Mobiliários

Uma das funções exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários consiste em autorizar antecipadamente o exercício de determinadas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários. Dessa forma, qualquer participante do mercado que deseje prestar os serviços de distribuição, intermediação ou corretagem de valores mobiliários; custódia e de compensação ou liquidação de operações; de administrador de carteira de valores mobiliários; e, prestar a atividade de mercado de balcão organizado; deve necessariamente solicitar previamente a autorização desta Comissão.

Assim estabelece a Lei nº 6.385/76:

Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

- a) como agentes da companhia emissora;
- b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado.

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir:

I - os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;

II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços.

[...]

Art . 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:

I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);

II - compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II);

III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e

IV - compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

No exercício da função de registro, a Comissão de Valores Mobiliários também concede o registro prévio das emissões de valores mobiliários, tanto de ofertas primárias ou secundárias⁴³, como das companhias e dos demais emissores desses títulos. O procedimento de registro prévio da emissão dos valores mobiliários tem como objetivo principal fornecer aos investidores dos mercados de valores mobiliários dados sobre os títulos a serem oferecidos a fim de proporcionar segurança a este indivíduo que pelo menos teoricamente merece maior proteção do Estado.

Dentre as principais informações analisadas pela comissão destacam-se: características, volume, preço, forma e locais de oferta, valores pagos pela intermediação, agentes responsáveis pela oferta. A Comissão entende que quando analisada em conjunto com

⁴³ A regra de que todas as ofertas de valores mobiliários devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários esta disposta no artigo 19 da Lei nº 6.385/76: “Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.”

as peculiaridades de cada operação, essas informações são consideradas suficientes para que o investidor possa tomar uma decisão consciente.

Nesse sentido, a Instrução normativa nº 400/03 que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários estabelece que:

Art. 1º Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.⁴⁴

Para proporcionar um suporte para o exercício de sua atividade reguladora, a Comissão de Valores Mobiliários considera fundamental o suporte de um auditor independente para atribuir credibilidade ao mercado de valores mobiliários, sendo o auditor portanto um instrumento de inestimável valor na proteção dos investidores, na medida que a função do auditor seria zelar pela confiabilidade e veracidade das demonstrações contábeis auditadas e colocadas à disposição da comissão. A necessidade de auditores independentes capacitados atuando no mercado de valores mobiliários, exercendo sua atividade com independência resultou na regulamentação por parte da Comissão de Valores Mobiliários do exercício da atividade de auditoria no âmbito do mercado de valores mobiliários, dessa forma, ela também faz o registro dos auditores independentes.

Assim dispõe a Instrução Normativa nº 308/99 da Comissão de Valores Mobiliários:

DO REGISTRO, SUAS CATEGORIAS E CONDIÇÕES

Art. 1º O auditor independente, para exercer atividade no âmbito do mercado de valores mobiliários, está sujeito ao registro na Comissão de Valores Mobiliários, regulado pela presente Instrução.

Art. 2º O registro de auditor independente compreende duas categorias:

I - Auditor Independente - Pessoa Física (AIPF), conferido ao contador que satisfaça os requisitos previstos nos arts. 3º e 5º desta Instrução;

II - Auditor Independente - Pessoa Jurídica (AIPJ), conferido à sociedade profissional, constituída sob a forma de sociedade civil, que satisfaça os requisitos previstos nos arts. 4º e 6º desta Instrução.

⁴⁴ Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2008.

§1º A Comissão de Valores Mobiliários manterá, ainda, cadastro dos responsáveis técnicos autorizados a emitir e assinar parecer de auditoria, em nome de cada sociedade, no âmbito do mercado de valores mobiliários.

§2º Para efeito desta Instrução, os responsáveis técnicos compreendem os sócios, diretores e demais contadores integrantes do quadro técnico de cada sociedade, que tenham atendido às exigências contidas nesta Instrução.⁴⁵

2.5- A função de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários

O exercício da função fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários visa coibir e punir atitudes que possam causar danos aos participantes do mercado de valores mobiliários. Para tanto a entidade reguladora do mercado de valores mobiliários utiliza um dos poderes inerentes à administração pública, o poder de polícia, para proteger o interesse público em detrimento da liberdade individual.

Conforme entendimento de José dos Santos Carvalho Filho pode-se definir o poder de polícia como: “A prerrogativa de direito público que, calcada na lei, autoriza a Administração Pública a restringir o uso e o gozo da liberdade e da propriedade em favor do interesse da coletividade.”⁴⁶

Verifica-se que a proteção aos interesses coletivos é a única finalidade da intervenção da Comissão de Valores Mobiliários no mercado através do poder de polícia, ou seja, o interesse público é o fundamento inspirado dessa atuação restritiva do Estado. De fato, a Comissão de Valores Mobiliários possui poderes para controlar a aplicação legislativa de forma preventiva e de forma repressiva, através das atribuições outorgadas pela Lei nº 6.385/76.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários tem o poder de fiscalizar a aplicação das normas regulamentares que instituiu e as demais regras existentes no mercado de valores mobiliários brasileiros.

Portanto, a Lei nº 6.385/76 confere à entidade reguladora do mercado de valores mobiliários brasileiro poderes de: (i) na forma do art. 19, Inciso I, examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos, etc; (ii) na forma do art. 19, Inciso II, intimar pessoas para prestação de informações; (iii) na forma do art. 19, Inciso III, requisitar informações a órgãos públicos; (iv) na forma do art. 19, Inciso IV, determinar às

⁴⁵ Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2008.

⁴⁶ CARVALHO FILHO, José dos Santos. Op. cit., p. 64.

companhias a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; (v) na forma do art. 19, §1º, Inciso I, suspender a negociação de valores mobiliários; (vi) na forma do art. 19, §1º, Inciso II, suspender ou cancelar registros; (vii) na forma do art. 19, §1º, Inciso IV, proibir aos participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular; e, (viii) na forma do art. 19, Inciso V, apurar atos ilegais e práticas não eqüitativas.

2.6- A função de desenvolvimento da Comissão de Valores Mobiliários

Conforme exposto na Nota Explicativa CVM nº 27/83, entende a Comissão de Valores Mobiliários que: “o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, em sua acepção máxima, depende, acima de tudo, da confiança que nele depositam os investidores.”⁴⁷

Para atingir esse desenvolvimento esta autarquia atua de diversas formas visando sempre promover alterações no ambiente regulatório do país. Para tanto, podem ser promovidas campanhas de capacitação e especialização dos agentes do mercado e dos integrantes do poder judiciário, podem ser realizadas atividades que envolvam iniciativas de educação ao investidor e podem ser elaborados estudos de direito comparado em questões fundamentais ao mercado de capitais brasileiro.

2.7- A função normativa da Comissão de Valores Mobiliários

Primeiramente, convém esclarecer que a função normativa da Comissão de Valores Mobiliários tem fundamento basilar no artigo 174 da Constituição Federal, sendo que a base legal e geral para esta autarquia regulamentar o mercado de valores mobiliários encontra-se no inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385/76, que prevê a competência da Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76.

Mesmo possuindo fundamento constitucional, a função normativa exercida pelas autarquias em geral é uma das mais criticadas pela doutrina, basicamente sob o argumento de que essa função viola o princípio da separação de poderes, ou seja, ela representa uma

⁴⁷ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 nov. 2008.

interferência ao poder legislativo. Todavia, no caso específico da Comissão de Valores Mobiliários, o exercício dos poderes de disciplina do mercado de valores mobiliários tem limite legalmente previsto, ou seja, ele deve preencher as lacunas deixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelas leis citadas; sendo assim, a Comissão de Valores Mobiliários possui competência normativa restrita e específica.

Conforme afirma José Edwaldo Tavares Borba “qualquer regulamentação que não esteja expressamente prevista incorrerá, por conseguinte, em vício de competência, sendo assim juridicamente inexistente.”⁴⁸

Dentro desse contexto, as principais ações de cunho normativo desenvolvidas pela Comissão de Valores Mobiliários são as seguintes: (i) Instruções: atos onde são regulamentadas as matérias expressamente previstas nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76; (ii) Deliberações: atos de competência do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários; (iii) Pareceres: respostas às consultas específicas formuladas por agentes de mercado e investidores ou, ainda, por integrantes da própria Comissão de Valores Mobiliários, a respeito de matéria por ela regulada; (iv) Pareceres de Orientação: entendimento da autarquia sobre assunto de sua competência; (v) Nota Explicativa: exposição de motivos que leva a Comissão de Valores Mobiliários a expedir norma ou apresentar proposição ao Conselho Monetário Nacional, além de fornecer explicações sobre a utilização de determinada norma; (vi) Portaria: ato que envolve aspecto da administração interna; e, (vii) Ato Declaratório: documento pelo qual a Comissão de Valores Mobiliários credencia ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários.

2.8- A função consultiva da Comissão de Valores Mobiliários

Por ser especializada em matéria de direito empresarial, notadamente no mercado de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários muitas vezes é consultada para fornecer informações com o objetivo de propiciar ao consulente esclarecimentos necessários à sua tomada de decisão. Dessa forma, esta autarquia tem exercido cada vez mais sua função consultiva manifestando seu entendimento sobre operações e atos societários das companhias abertas.

⁴⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. cit., p. 156.

Essa manifestação normalmente ocorre através de pareceres elaborados por determinada área técnica, que são posteriormente disponibilizados para uma eventual consulta de qualquer participante do mercado de valores mobiliários. Essa manifestação de entendimento também podem ser emitida de ofício ou a pedido de algum órgão judicial, através do instituto conhecido como *amicus curiae*.

Assim determina o art. 31 da Lei nº 6.385/76:

Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação.

§ 1º - A intimação far-se-á, logo após a contestação, por mandado ou por carta com aviso de recebimento, conforme a Comissão tenha, ou não, sede ou representação na comarca em que tenha sido proposta a ação.⁴⁹

O instituto do *amicus curiae* é um instituto importado do direito norte-americano, muito semelhante ao instituto da intervenção de terceiro existente no direito processual brasileiro, que no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro permite a intervenção da Comissão de Valores Mobiliários em processos judiciais que envolvem a matéria de sua competência e que podem afetar a sociedade como um todo.

Apesar do parecer emitido por esta autarquia não possuir um caráter vinculante ao órgão judiciário, essa intervenção tem assumido grande relevância, em virtude de uma percepção, no mercado de valores mobiliários, de que o judiciário brasileiro não possui especialização técnica para resolver disputas que envolvam o mercado de valores mobiliários.

Analisando o tema Paulo Cezar Aragão assevera que:

Creio, francamente, que os memoriais em que a autarquia age como *amicus curiae* representam, a longo prazo, uma das mais eficazes formas pelas quais a atividade didática da CVM se irá desenvolvendo no curso do tempo. Por isto mesmo, a apresentação didática dos conceitos como a orientação do órgão máximo da CVM tem, a meu ver, uma importância fundamental.⁵⁰

Por fim, as manifestações de entendimento também podem influenciar e/ou determinar o início da normatização do tema objeto de consulta pelo órgão competente por esta função na

⁴⁹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p. 16037.

⁵⁰ ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: Limites e possibilidades. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2.006, p. 47.

autarquia. Essas manifestações também podem influenciar os agentes financeiros interessados na matéria, especialmente quando estas opiniões abrangem temas de fundamental relevância para esses agentes, face ao elevado contexto econômico que a manifestação pode atingir.

A propósito, o objeto norteador do presente trabalho é estabelecer uma análise de uma dessas manifestações da Comissão de Valores Mobiliários no exercício de sua função consultiva, o entendimento, baseado no voto do diretor da autarquia Marcos Pinto de que as cédulas de crédito bancário podem ser consideradas valores mobiliários, análise esta que será exposta no capítulo seguinte.

3- A eventual possibilidade de caracterizar a cédula de crédito bancário como valor mobiliário

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada basicamente com competência e atribuições reguladoras sobre os títulos emitidos e negociados pelas companhias abertas. No entanto, com o passar dos anos essa legitimidade passou a ser ampliada de forma gradual, visto que a verdadeira competência regulatória desta entidade recaía sobre os valores mobiliários e sendo assim, da mesma forma que o conceito de valor mobiliário passava por uma revisão, a competência da Comissão de Valores Mobiliários aos poucos ia se ampliando.

Em virtude dessa ampliação, outros ramos dos mercados passaram para a competência da Comissão de Valores Moiliários, foi o que ocorreu por exemplo com os seguintes títulos: índices, opções e futuros de ações e debêntures; quotas de fundos imobiliários e de fundos mútuos de investimentos; certificados de investimentos audiovisuais, representativos de compra e venda de energia elétrica, e de recebíveis imobiliários; contratos derivativos negociados em bolsas de futuros e mercadorias; e qualquer outros títulos e contratos de investimentos coletivos desde que negociados publicamente.

Essa modificação do conceito de valor mobiliário não ocorreu apenas pela via legislativa, a própria entidade reguladora ao aplicar o conceito amplo do inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76 no exercício de sua função consultiva, através do voto do diretor da autarquia Marcos Pinto, emitiu parecer no sentido de considerar a cédula de crédito bancário (CCB), desde que cumprido determinados requisitos, como valores mobiliários.

Tendo em vista a grande relevância da íntegra do voto do diretor Marcos Pinto, cópia do mesmo integra o presente trabalho através do Anexo I.

A configuração da CCB no conceito de valor mobiliário define a demarcação da regulação da Comissão de Valores Mobiliários sobre esses títulos, sendo de suma relevância no contexto jurídico e econômico conforme será exposto nos próximos itens do presente trabalho.

3.1- A Cédula de Crédito Bancário

A criação da CCB ocorreu num momento histórico em que os financiamentos bancários tornavam-se cada vez mais caros e escassos. O fim da década de 90 foi uma época de grande instabilidade e insegurança para as instituições financeiras devido a enorme divergência existente nos tribunais brasileiros sobre os instrumentos contratuais utilizados nas transações financeiras, os contratos de abertura de crédito.

Os julgados oscilavam, ora em favor da força executiva desses instrumentos, ora contra. Essa divergência jurisprudencial baseava-se no possível enquadramento legal do contrato de abertura de crédito aos requisitos do artigo 585, Inciso II, do Código de Processo Civil (CPC):

Art. 585. São títulos executivos extrajudiciais:

[...]

III - os contratos garantidos por hipoteca, penhor, anticrese e caução, bem como os de seguro de vida;⁵¹

Em 1999, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) enfrentou a questão e concluiu que o contrato de abertura de crédito utilizados pelas instituições financeiras da época não se enquadrava em nenhuma espécie de título executivo extrajudicial descrita no artigo 585 do CPC, afastando de vez a eventual força executiva do instrumento jurídico utilizado pelo sistema financeiro nacional.

Esse pronunciamento do STJ ocorreu no julgamento dos embargos de divergência do Recurso Especial nº 148.290 e deu ensejo a edição da Súmula nº 233, com a seguinte redação:

Súmula nº 233: O contrato de abertura de crédito, ainda que acompanhado de extratoda conta-corrente, não é título executivo.⁵²

Nesse momento, entendeu o Poder Executivo que era necessário intervir nos mercados através da criação de um título com força executiva, atribuindo, assim, a necessária liquidez que o mercado almejava. Foi nesse momento que foi editada uma medida provisória para criar a CCB.

⁵¹ BRASIL. Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 jan. 1973, p.1.

⁵² Disponível em: < <http://www.stj.gov.br/SCON/sumulas/doc.jsp?livre=233&&b=SUMU&p=true&t=&l=10&i=1> > Acesso em: 01 nov. 2008.

No entanto, grandes polêmicas cercaram a CCB desde a sua introdução no ordenamento jurídico brasileiro, através da edição da Medida Provisória nº 1.925/99 e posteriormente convertida na Lei nº 10.931/04. Discutia-se basicamente a constitucionalidade da forma legislativa utilizada na criação deste título e um eventual favorecimento excessivo das instituições financeiras brasileiras.

Sobre a possível inconstitucionalidade do instituto, Paulo Salvador Frontini ponderou o seguinte:

A primeira observação que o diploma sugere diz respeito à sua discutível constitucionalidade. Optou o Poder Executivo Federal por instituir o novo texto legal pelo caminho – surpreendente, *no caso* – da edição de *medida provisória*. Surge, assim, desde logo, a pergunta: estaria o objeto da novíssima norma revestido daqueles pressupostos de *relevância* e *urgência*, que, no texto escrito da Constituição (art. 62, caput), figuram como os únicos fatores que ensejam a adoção da medida provisória? Pedindo vênias aos cultores do Direito Constitucional, ousamos antecipar entedimento negativo.⁵³

Corroborando a ilustríssima opinião de Paulo Salvador Frontini o Supremo Tribunal Federal, no julgamento da ADI nº 2.150-8 DF, afirmou categoricamente que:

Quanto à inexistência de urgência e relevância para a edição de medida provisória instituindo título de crédito, esta Corte já assentou jurisprudência no sentido de que tais requisitos têm caráter político e são de apreciação discricionária pelo Presidente da República, somente cabendo sua análise pelo Poder Judiciário em excepcionais situações de excesso de poder, o que não ocorre no presente caso. Nesse sentido, entre outros precedentes, a ADIn 1.1330, rel. Min. Carlos Velloso, DJ de 02.12.1994, e ADI 1.397, rel. Min. Carlos Velloso, DJ de 27.06.1997.⁵⁴

Além disso, em face da dinâmica que o mercado financeiro possui, seria incorreto atribuir única e exclusivamente ao Poder Legislativo a responsabilidade pela edição de medidas necessárias para acompanhar as mudanças do mercado. Essa questão foi corretamente solucionada no direito econômico brasileiro quando foi atribuída ao Conselho Monetário Nacional, ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários a capacidade de editar normas regulamentares para esse mercado.

⁵³ FRONTINI, Paulo Salvador. **Cédula de Crédito Bancário. Análise do título de crédito criado pela Medida Provisória 1.925**. São Paulo, Malheiros Editores, 2.000, p. 52-53.

⁵⁴ Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?numero=2150&classe=ADI&origem=AP&recurso=0&tipoJulgamento=M>>. Acesso em: 05 nov. 2008

No entanto, nas matérias que fogem do âmbito normativo dessas entidades, é legítima e eficaz a intervenção do Poder Executivo no mercado financeiro, através da criação de novos títulos, seguros e que suprem o interesse público.

Em relação à tese de que a CCB fora criada para favorecer as instituições financeiras, os argumentos desse posicionamento são retaliados por aqueles que fazem uma análise ampla sobre a iniciativa do governo para a criação desse título.

Conforme constata Silvio Cunha Filho, a CCB “teve o propósito de desonerar as operações de crédito, restabelecer a harmonia e a confiança que deveriam reinar entre credor e devedor, através da criação de um ‘instrumento forte, cercado de credibilidade e que fixe de forma clara e objetiva as obrigações e os direitos das partes’”.⁵⁵

O então Ministro da Fazenda Pedro Sampaio Malan, ao encaminhar o texto da medida provisória para apreciação do Presidente da República, destacou o momento econômico que o país vivia e justificou a necessidade de proporcionar liquidez ao mercado financeiro da seguinte forma:

Há muito tempo, o mercado financeiro necessita de um título de crédito que espelhe com realidade as relações jurídicas entre as instituições financeiras e seus clientes e que, principalmente, torne a formalização das diversas operações de crédito menos onerosa e complicada, conferindo maior flexibilidade e agilidade na mobilização do crédito, cumprindo assim, com a extraordinária função econômica para a qual foi concebida a primeira cédula, inspirada na legislação Italiana, especificamente na “Cambiale Agrária”, utilizada na concessão de crédito para a atividade agropecuária, matéria de que cuidou o Decreto-lei real n.º 1.509, de 24 de julho de 1927 (que disciplinou o crédito agrário), regulamentado pelo Decreto Ministerial de 23 de janeiro de 1928, decreto esse que foi convertido na *LEGGE 5 luglio* 1928, n.º 1.760.⁵⁶

Assim, a partir da criação deste título as instituições financeiras puderam utilizar um instrumento adequado à concessão de crédito, à medida que a sua execução estaria facilitada em virtude da previsão legal de que a CCB é um título de crédito, dotada portanto de “liquidez”, “certeza” e “exigibilidade”, o que conseqüentemente viabilizaria a ágil e eficiente recuperação do crédito bancário.

⁵⁵ FILHO, Silvio Cunha. Cédula de Crédito Bancário. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 8, 2.000, p. 258.

⁵⁶ Disponível em: < http://imagem.camara.gov.br/dc_20.asp?selCodColecaoCsv=J&DataIn=22/09/2001&txpagina=19179>. Acesso em: 05 nov. 2008.

Em razão dessas características, é notável o avanço que a criação da CCB gerou no mercado de crédito brasileiro. A utilização deste instrumento nas concessões de empréstimos ou financiamentos por parte das instituições financeiras cresceu de forma gradual nos últimos cinco anos, conforme demonstra o gráfico do Anexo II do presente trabalho.

Tais operações de natureza creditícia são reguladas e supervisionadas pelo Banco Central do Brasil, apesar de, muitas vezes, instituições credoras das CCBs negociarem esses títulos no mercado secundário, com intuito de agilizar a recuperação de seus créditos e desvincular-se do risco de crédito dos emitentes dos títulos.

A CCB da forma que foi instituída, não é um título apto a instrumentalizar uma operação no âmbito do mercado secundário de valores mobiliários. Sua forma de título de crédito, invariavelmente leva à uma negociação de forma privada, geralmente através de endosso. No entanto, conforme demonstrado ao longo deste trabalho, a Comissão de Valores Mobiliários considerou em consulta realizada pelo Banco Itaú S.A. que a CCB poderia vir a ser considerada um valor mobiliário, se cumpridos determinados requisitos.

Em suma, ao atribuir a classificação de valor mobiliário à CCB, a Comissão de Valores Mobiliários alterou todo o escopo normativo deste título. A partir de referida decisão, além da fiscalização do Banco Central do Brasil, esses títulos estariam sujeitos ao poder normativo do órgão regulador do mercado de valores mobiliários. Entendeu esta autarquia que quando se tratar de oferta pública de investimento de cessão de CCBs⁵⁷, apesar de serem títulos de crédito, esses instrumentos enquadrariam-se no conceito de contrato de investimento coletivo do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

A submissão de determinado título ao regime legal dos valores mobiliários pressupõe a existência de determinados requisitos, no entanto antes de descrever esses requisitos, é necessário discorrer sobre as relações existentes entre as duas categorias que a CCB foi classificada no direito empresarial brasileiro, qual seja: título de crédito e valor mobiliário.

3.2- Títulos de crédito e valores mobiliários

⁵⁷ A possibilidade de transferência da CCB pelo instituto da cessão será detalhado no item 3.3 deste trabalho.

Apesar da doutrina brasileira inicialmente ter classificado os valores mobiliários como títulos de crédito⁵⁸, não é certo presumir que eles sejam uma espécie deste instrumento creditício, também não seria correto considerar que as duas expressões sejam sinônimas.

Quando a matéria de mercado de capitais foi introduzida no Brasil, considerava-se que os valores mobiliários eram títulos de crédito impróprios representativos do capital social da companhia.

No entanto, a partir da definição legal de alguns instrumentos como valores mobiliários, surgiram certas incongruências nessa classificação tradicional. A partir de então o doutrinador pátrio utilizou o direito comparado, mais especificamente o direito francês, para buscar uma alternativa para o estudo dos valores mobiliários. Nesse momento vislumbrou-se a possibilidade de considerar o valor mobiliário como uma categoria diferenciada.

Tanto os títulos de crédito quanto os valores mobiliários possuem em comum a função de proporcionar a transferência segura e eficaz de direitos contidos num documento. Geralmente essa transferência é fácil de ser viabilizada porque esses instrumentos por si só possuem um determinado valor, que pode ser negociado independentemente de uma eventual análise de cláusulas, condições e especificidades do negócio jurídico que deu causa à esses instrumentos.

Esse efeito é gerado pelo princípio da abstração comumente aplicável aos dois institutos. Por este princípio, pode-se dizer que esses instrumentos, quando postos em circulação por endosso, desvinculam-se da obrigação principal existente entre os sujeitos que deram causa ao negócio jurídico originário.

Conforme ensina Fábio Ulhoa Coelho: “Quando o título de crédito é posto em circulação, diz-se que se opera a abstração, isto é, a desvinculação do ato ou negócio jurídico que deu ensejo à sua abstração.”⁵⁹

Em relação a aplicação deste princípio aos valores mobiliários, Carlos Augusto da Silveira Lobo acrescenta: “Nos valores mobiliários, efeito equivalente se produz, quando o documento é admitido à negociação no mercado, graças à atuação do sistema de compensação

⁵⁸ Philomeno Joaquim da Costa afirmava que: “valor mobiliário é o título de crédito negociável, representativo de direito de sócio ou de mútuo a termo longo, chamado de título de bolsa. É expressão francesa tipicamente pragmática; não possui característica científica; talvez se possa ressaltar nessa categoria a particularidade de que instrumentaliza a busca de uma renda pelo seu titular; é essencialmente negociável”. (COSTA, Philomeno Joaquim da. **Anotações às companhias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1.980, p. 111.)

⁵⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 10. ed. rev. e atual. de acordo com a nova lei de falências. São Paulo: Saraiva. 2.006, p. 379.

e liquidação (*clearing*), cuja função é prover a execução das obrigações assumidas no pregão.”⁶⁰

Nota-se, portanto, que em relação à esse aspecto, existe uma diferença entre os dois institutos em relação à forma que eles adquirem a abstração da obrigação principal que os deram causa.

No título de crédito, essa característica é inerente à natureza jurídica do título à ordem, ou seja, é uma consequência de um dos atributos legalmente instituídos, o atributo da autonomia.

Por outro lado, o valor mobiliário desvincula-se do negócio jurídico principal quando ele é admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, por força de um fator externo aos atributos do instituto, o registro em sistema de registro, de custódia e de liquidação devidamente autorizados pelo Bacen ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Portanto, a relação entre os dois institutos é muito profunda e basicamente se resolve a partir da seguinte diferenciação: 1º) existem valores mobiliários que não são títulos de crédito, como ocorre com as ações representativas do capital social das companhias, debêntures, contratos futuros e outros; 2º) existem títulos de crédito que podem vir a se tornar valores mobiliários, como é o caso da Cédula de Produto Rural destinada à oferta pública que originalmente possui requisitos⁶¹ de título de crédito e que “poderá ser negociada nos mercados de bolsas e de balcão”, na forma prevista pelo legislador; e, 3º) existem títulos de crédito que não podem ser considerados valores mobiliários, em razão de sua estrutura, como

⁶⁰ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 36, 2.007, p. 35.

⁶¹ Art. 3º A CPR conterá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

I - denominação "Cédula de Produto Rural";

II - data da entrega;

III - nome do credor e cláusula à ordem;

IV - promessa pura e simples de entregar o produto, sua indicação e as especificações de qualidade e quantidade;

V - local e condições da entrega;

VI - descrição dos bens cedularmente vinculados em garantia;

VII - data e lugar da emissão;

VIII - assinatura do emitente.

[...].

Art. 4º A CPR é título líquido e certo, exigível pela quantidade e qualidade de produto nela previsto. Parágrafo único. O cumprimento parcial da obrigação de entrega será anotado, sucessivamente, no verso da cédula, tornando-se exigível apenas o saldo. (BRASIL. Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 ago. 1994).

é o caso do cheque, das letras de câmbio, conhecimentos de transportes, da duplicata, entre outros.

Em relação à terceira hipótese, o fundamento de que alguns títulos de crédito não estão aptos a desempenhar outra função, senão a função de título de pagamento, pode ser reforçada pelo fato de que os valores mobiliários representam títulos de investimento, instrumentos que devem buscar proporcionar lucro a quem os detêm.

Na duplicata de venda, por exemplo, quem aceita por endosso este título de crédito não toma essa atitude com a finalidade de fazer um investimento na atividade do sacador. O endossatário não analisa e muito menos leva em conta as perspectivas de rentabilidade dessa pessoa. Nessa modalidade cambiária, o único lucro que se obtém é o valor correspondente entre a diferença de preço existente entre o valor de compra do direito creditório e o seu valor de venda.

Já quem adquire um valor mobiliário, ou algum título de crédito que se enquadra na segunda hipótese, necessariamente o faz com o objetivo de realizar um investimento na atividade econômica explorada pela sociedade emitente. O lucro desse adquirente está intimamente ligado ao cumprimento dos objetivos indicados no material de venda do título, dependendo portanto do desenvolvimento econômico de quem o emitiu.

Diferentemente dos instrumentos da terceira hipótese, o retorno não está relacionado com a solvabilidade do instrumento, o retorno do investimento depende do desenvolvimento da sociedade que está captando recursos no mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, alguns títulos de crédito são insuscetíveis de aproveitamento como valor mobiliário em razão de sua estrutura. Nesses casos, a vedação legal para a emissão do título em situações diferentes daquelas prevista na norma, torna de tal modo particularizada a função desses títulos de crédito. Assim um título de crédito causal não poderia ser emitido no mercado de valores mobiliários, a não ser se a hipótese da emissão pública fosse uma das hipóteses de emissão do título.

Sobre o critério de classificação dos títulos de crédito, Fabio Ulhoa Coelho ensina que:

Pelo critério de classificação, que leva em conta as hipóteses de emissão, os títulos podem ser *causais*, *limitados* ou *não causais* (ou abstratos). São títulos causais os que somente podem ser emitidos nas hipóteses autorizadas por lei. A duplicata mercantil, por exemplo, apenas pode ser gerada para a documentação de crédito oriundo de compra e venda mercantil. Os títulos limitados são os que não podem ser emitidos em algumas hipóteses

circunscritas em lei. A letra de câmbio, por exemplo, não pode ser sacada pelo comerciante, para documentar o crédito nascido da compra e venda mercantil; a lei das duplicatas o proíbe (LD, art. 2º). Por sua vez, os títulos não causais podem ser criados em qualquer hipótese. São dessa categoria o cheque e a nota promissória.⁶²

A questão analisada por este trabalho, afinal, diz respeito à ambientalização da CCB em uma das três hipóteses acima destacadas, ou seja, se a CCB além da vocação original de título de pagamento, poderia assumir a função de título de investimento, ou seja, de valor mobiliário na forma da manifestação da Comissão de Valores Mobiliários nesse sentido.

No próximo item deste trabalho serão analisadas as diferentes opiniões sobre o tema, partindo-se inicialmente de uma análise da manifestação da entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro sobre o assunto, para na sequência analisar se existe ou não um desvirtuamento da CCB quando esta for utilizada como um valor mobiliário e, no fim, demonstrar as eventuais contradições que esse entendimento da Comissão de Valores Mobiliários produz no conceito de valor mobiliário.

3.3- É possível caracterizar as CCBs como valores mobiliários?

A resposta para essa pergunta como foi dito anteriormente, foi elaborada pela Comissão de Valores Mobiliários, através de seu Colegiado, em 22 de janeiro de 2008. O objeto desta consulta originou-se de um pedido de dispensa de registro de oferta pública de CCBs, emitidas por uma sociedade empresária limitada, pedido este formulado pela própria instituição financeira credora à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), órgão técnico da entidade reguladora do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Na ocasião a SRE ponderou a possibilidade de existir riscos aos possíveis investidores dessas CCBs e, em virtude disso, submeteu a questão à apreciação ao Colegiado da autarquia para que este determinasse à área técnica quais seriam os procedimentos e quais normas deveriam ser seguidas, caso houvessem pedidos de registro de ofertas públicas de CCBs ou pedidos de dispensa desse registro.

Cumprе esclarecer que em razão da causalidade inerente à CCB, esse título não pode ser utilizado pelo próprio devedor como instrumento de captação de recursos no mercado de

⁶² COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 384.

capitais. Sua emissão apenas pode ocorrer para documentar a promessa de pagamento feita em favor de instituição financeira, não estando prevista portanto a hipótese de emissão pública.

Assim determina a Lei nº 10.931/04:

CAPÍTULO IV DA CÉDULA DE CRÉDITO BANCÁRIO

Art. 26. A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.

§ 1º A instituição credora deve integrar o Sistema Financeiro Nacional, sendo admitida a emissão da Cédula de Crédito Bancário em favor de instituição domiciliada no exterior, desde que a obrigação esteja sujeita exclusivamente à lei e ao foro brasileiros.

§ 2º A Cédula de Crédito Bancário em favor de instituição domiciliada no exterior poderá ser emitida em moeda estrangeira.⁶³

Dessa forma, descarta-se a possibilidade de emissão pública das CCBs, existindo apenas a dúvida quanto a possibilidade da oferta pública a ser realizada pela instituição financeira credora desses títulos, situação semelhante ao caso concreto analisado pela Comissão de Valores Mobiliários.

No que tange a transferência da CCB, ela deve ser realizada a princípio por meio de endosso em preto, ou seja, pela assinatura do beneficiário do título na face ou no corpo da cártula com a indicação do nome do novo titular do título. No entanto, a CCB é um bem móvel de livre negociação e pode ser oferecida pelo seu tomador por outro instituto não existente no direito cambiário, ou seja, ela pode ser transferida através da cessão, instituto previsto no direito civil.

Luiz Emygdio Franco da Rosa Junior ao tratar dos meios de transferência dos títulos de créditos estabelece que:

O endosso não é o único meio para operar a transferência dos títulos de crédito porque esta também pode ocorrer por *outros meios* lícitos, como, por exemplo: sucessão hereditária, testamento e operações societárias (incorporação, fusão e cisão). Por outro lado, o título cambiário pode ser

⁶³ BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 03 ago. 2004, p.17.

objeto de *cessão de crédito*, regulada pelo direito comum (CCB de 2002, arts. 286 a 298), e que pode ser formalizada em documento separado do título.⁶⁴

Cumpre salientar que a legislação também afasta a possibilidade de considerar valor mobiliário a CCB cedida com coobrigação da instituição financeira. O legislador pátrio expressamente excluiu do rol dos valores mobiliários qualquer título cambial de responsabilidade de instituição financeira:

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

§ 1º. Excluem-se do regime desta Lei:

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.⁶⁵

Excluindo-se a possibilidade de emissão pública de CCB e a oferta pública de cessão realizada pela instituição financeira coobrigada, a única hipótese em que a CCB poderia vir a ser considerada valor mobiliário seria na hipótese em que a instituição financeira credora disponibiliza esse título no mercado de valores mobiliários excluindo expressamente a possibilidade de assumir qualquer coobrigação pelo pagamento desta CCB.

3.3.1- O entendimento da Comissão de Valores Mobiliários de que as CCBs devem se sujeitar ao seu poder normativo

A Comissão de Valores Mobiliários entendeu, por unanimidade, que, por se tratar de uma forma de investimento, a oferta pública de cessão de CCB deve se enquadrar na espécie de valor mobiliário prevista no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, ou seja, deve ser considerado contrato de investimento coletivo.

Segundo esse entendimento, apesar da CCB ser título de crédito típico, ou seja, com legislação própria, o conteúdo da legislação que regula este título não é restrito. Sendo assim,

⁶⁴ ROSA JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da. **Títulos de crédito**. 5. ed. revista e atualizada, de acordo com o novo Código Civil, Rio de Janeiro: Renovar. 2007, p. 216.

⁶⁵ BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p. 16037.

a CCB poderia conter cláusulas e condições não previstas em lei e que são facilmente encontradas em outros instrumentos que corporificam um valor mobiliário.

Analisando o conceito da hipótese genérica de valor mobiliário da legislação, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, da mesma forma que o legislador pátrio, estabeleceu um parelo entre o contrato de investimento coletivo com o conceito de *security*⁶⁶, do direito norte-americano. Sendo assim, para justificar o enquadramento das CCBs no rol de valores mobiliários, o diretor da entidade Marcos Barbosa Pinto conjugou os elementos consagrados na doutrina e na jurisprudência norte-americana para a caracterização de uma *security*.

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários entende que para um instrumento se submeta ao regime legal dos valores mobiliários e conseqüentemente ao seu poder normativo, deverá obrigatoriamente ocorrer a existência dos seguintes elementos essenciais: (1) uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento; (2) a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado não é relevante, não importa se é um título ou contrato ou conjunto de contratos; (3) o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum; (4) 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 (5) o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.

Assim dispôs o voto do referido diretor:

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-

⁶⁶ O conceito de *security* no direito norte-americano abrange "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros."

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 ...").⁶⁷

Conjugando os requisitos do contrato de investimento coletivo com as especificidades das CCBs, a Comissão de Valores Mobiliários entendeu que estes títulos atendem todas as premissas para serem consideradas valores mobiliários.

Entendeu-se que os adquirentes das CCBs realizam investimento de renda fixa ao realizar uma aplicação nesse título, o rendimento já estaria pré-estabelecido, estaria portanto satisfeito o requisito do item "i" transcrito acima. Em relação ao item "ii", a própria Lei 10.931/04⁶⁸ elucida a questão ao estabelecer que as CCBs seriam títulos de crédito. O requisito do item "iii" seria alcançado se diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas ressalvado o disposto no art. 28, §2º, inciso II⁶⁹ da legislação que regula a CCB. A remuneração do item "iv" seriam os juros pagos aos titulares do título, estando satisfeito também esse requisito. Por fim, em relação ao item "v", a

⁶⁷ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5730-0.HTM>>. Acesso em: 02 maio 2008.

⁶⁸ Art. 26. A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.

⁶⁹ Art. 28. A Cédula de Crédito Bancário é título executivo extrajudicial e representa dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível, seja pela soma nela indicada, seja pelo saldo devedor demonstrado em planilha de cálculo, ou nos extratos da conta corrente, elaborados conforme previsto no § 2º.

[...],

§ 2º Sempre que necessário, a apuração do valor exato da obrigação, ou de seu saldo devedor, representado pela Cédula de Crédito Bancário, será feita pelo credor, por meio de planilha de cálculo e, quando for o caso, de extrato emitido pela instituição financeira, em favor da qual a Cédula de Crédito Bancário foi originalmente emitida, documentos esses que integrarão a Cédula, observado que:

[...],

II - a Cédula de Crédito Bancário representativa de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário em conta corrente será emitida pelo valor total do crédito posto à disposição do emitente, competindo ao credor, nos termos deste parágrafo, discriminar nos extratos da conta corrente ou nas planilhas de cálculo, que serão anexados à Cédula, as parcelas utilizadas do crédito aberto, os aumentos do limite do crédito inicialmente concedido, as eventuais amortizações da dívida e a incidência dos encargos nos vários períodos de utilização do crédito aberto.

Comissão de Valores Mobiliários afirmou que as CCBs geram remuneração ao investidor sem que este realize qualquer esforço para obtê-lo, satisfazendo portanto este requisito.

O diretor Marcos Barbosa Pinto e posteriormente o Colegiado quando ratificou o seu voto por unanimidade, deixaram claro que a Comissão de Valores Mobiliários não possui dúvida quanto ao enquadramento da CCB nos requisitos dos itens de “i” a “v” da definição de contrato de investimento coletivo, apesar de toda a controvérsia gerada por esse entendimento, conforme será exposto no item seguinte deste trabalho. A única questão realmente enfrentada de forma profunda pelo parecer que foi emitido sobre o assunto é a possibilidade de enquadramento da CCB no requisito “vi”, ou seja, se esse título poderia ser objeto de oferta pública.

Para a Comissão de Valores Mobiliários decidir se a colocação de um título junto ao mercado, com o intuito de captar recursos, pode ser considerada uma oferta pública, deve analisar sobretudo se foram obedecidos os requisitos do art.19, § 1º e 3º da Lei nº 6.385/76:

Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

[...]

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.⁷⁰

A própria entidade já regulamentou este dispositivo, através da edição do art. 3º da Instrução Normativa nº 400/03:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou

⁷⁰ BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, p. 16037.

subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.⁷¹

Assim, é consolidado o entendimento de que se a companhia utiliza os procedimentos descritos nessas legislações ela estará se valendo de uma oferta pública para obter investidores para o seu instrumento.

No caso específico das CCBs, como dito anteriormente, a oferta deve ser realizada no mercado secundário em face da impossibilidade de emissão em oferta pública deste instrumento no mercado primário. Nas ofertas primárias o emissor oferta novos títulos no mercado de capitais com o intuito de obter recursos para si próprio. Nas ofertas secundárias os titulares de valores mobiliários vendem no mercado de capitais mediante oferta ao público esses títulos que já foram emitidos anteriormente por uma companhia.

Ressalta-se ainda que na denominação legislativa utiliza-se apenas uma nomenclatura para o ofertante de valores mobiliários, ou seja, a lei considera como emissor o ofertante de novos valores mobiliários e também os titulares de valores mobiliários que distribuem seus títulos no mercado secundário de valores mobiliários.

Por fim, é importante ressaltar que o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários é no sentido de que a CCB pode ser objeto de oferta pública no mercado

⁷¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 nov. 2008.

secundário e para justificar esse entendimento a entidade busca fundamento na própria lei que regula esse título. Defende-se que este tipo de oferta não é objeto de vedação legal e de que a sua transferência é permitida a terceiros que não sejam instituições financeiras.

Alega-se ainda que por se tratar de título de crédito a sua venda e negociação no mercado de valores mobiliários é facilitada e, se for objeto de oferta pública, a CCB estaria cumprindo o objetivo para a qual foi criada, “facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários.”

Em síntese, entende a Comissão de Valores Mobiliários que a CCB pode vir a se tornar um valor mobiliário se for ofertada publicamente e se a instituição financeira ofertante excluir expressamente a sua responsabilidade pelo pagamento do título, tanto é assim, que o Colegiado da entidade recomendou à área técnica responsável sobre o assunto a edição de uma instrução normativa para regular a oferta pública das CCBs.

Corroborando esse entendimento destaca-se ainda a manifestação do advogado Ary Oswaldo Mattos Filho, veiculada em 24 de abril de 2008 no espaço jurídico do portal eletrônico da Bolsa de Valores de São Paulo.⁷²

3.3.2- Os argumentos contrários à caracterização da CCB como valor mobiliário

A divulgação do voto descrito no item anterior gerou a publicação de alguns artigos⁷³ manifestando opinião contrária à decisão da Comissão de Valores Mobiliários. Julgou-se na ocasião que a entidade teria se equivocado ao considerar a CCB como valor mobiliário, na medida em que o instituto seria apenas simples título de crédito.

Julga-se que a criação das CCBs pelo poder executivo não teve como um de seus fundamentos a sua utilização no mercado de capitais, a verdadeira intenção que norteou a criação desses títulos foi, conforme relatado neste trabalho, o fomento do crédito. Portanto se o título tivesse que circular, que o fizesse de maneira restrita, geralmente através da emissão aos bancos comerciais que destinavam à uma sociedade ou instituição determinada, com plena

⁷² Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080424NotA.asp>>. Acesso em: 04 nov. 2008.

⁷³ Manifestaram-se nesse sentido o doutrinador Nelson Eizirik (artigo veiculado no espaço jurídico do portal eletrônico da Bolsa de Valores de São Paulo) e os advogados Gustavo Alberto Villela Filho (artigo veiculado no jornal Valor Econômico de 18 de março 2008), Marcus de Freitas Henriques (artigo veiculado na edição de maio da Revista Custo Brasil), Bruno de Almeida Chaves e Juliano Battella Gotlib (artigo veiculado na edição de maio da Revista Capital Aberto).

capacidade de avaliação do risco do investimento a ser realizado, como por exemplo fundos de investimentos em direitos creditórios, que disponibilizam de agentes altamente capacitados para gerir e avaliar quais títulos devem compor as suas carteiras de investimento. A compra das CCBs seria realizada com condições que justificassem o investimento realizado. Nessas situações específicas de circulação das CCBs, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários estaria dispensada e, portanto, a operação seria simplificada, com custos menores, dado que os únicos esforços praticados seriam no intuito de avaliar o risco de crédito do emitente do título.

Além disso, ao contrário do que a Comissão de Valores Mobiliários decidiu, aqueles que defendem que a CCB não pode ser considerada valor mobiliário, entendem que este instrumento não atende aos requisitos do direito norte-americano para a caracterização do instituto do contrato de investimento coletivo, não se enquadrando no rol dos títulos e contratos que são considerados valores mobiliários pela legislação brasileira de mercado de capitais.

Diferentemente do que ocorre na *security* norte-americana, os autores que compartilham opinião contrária à da Comissão de Valores Mobiliários entendem que a emissão de uma CCB não presume a existência de um empreendimento para que o investidor possa partilhar do lucro gerado por esse empreendimento. Na verdade, a CCB pode ser emitida para substanciar qualquer relação creditícia existente entre a sociedade emitente e a instituição financeira credora.

A respeito da inexistência de obrigatoriedade de um empreendimento prévio à emissão da CCB, Nelson Eizirik afirma que:

Na emissão da CCB não se verifica, em regra, o requisito de que o investidor, em contrapartida pela aquisição do título, está entregando recursos para viabilizar o desenvolvimento de determinado empreendimento por parte do emissor. Ao contrário, a entrega dos recursos pela instituição financeira precede a emissão do título, o qual apenas visa a representar o crédito concedido, a fim de facilitar sua cobrança e circulação.⁷⁴

O requisito de expectativa de partilha de lucro da *security* também não se adequaria à CCB no entendimento dessa corrente. Isto porque os eventuais lucros recebidos pelo titular deste título são decorrentes única e exclusivamente dos juros cobrados pela instituição financeira que concedeu o crédito. Portanto, esse lucro difere daquele previsto pelo direito

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson, Op. cit., p. 131

norte-americano, o lucro oriundo dos resultados positivos do empreendimento administrado pelo devedor do título. Na CCB, o proprietário do título assume apenas o risco de crédito do emitente do título. Dessa forma, não há qualquer comunhão de interesses entre o emitente e o proprietário da CCB no que diz respeito a um determinado empreendimento.

Ne que tange ao regime jurídico aplicável à CCB considerada um valor mobiliário, a Comissão de Valores Mobiliários estabeleceu que deveria ser editada uma instrução normativa que condicionasse a emissão de CCBs para oferta pública ao registro prévio do emissor na autarquia, respeitando o disposto na Instrução Normativa nº 422/05, normativo recente da autarquia e que seria aplicável à este tipo de operação até a efetiva edição de normativo específico. No entanto, essa disposição do colegiado no entendimento de seus críticos não deveria prosperar.

Argumenta-se que por não possuir natureza originária de valor mobiliário, a CCB e consequentemente a sua emissão, não poderiam ser reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários; estaria esta autarquia extrapolando os limites de sua competência. A CCB apenas se tornaria objeto de regulação da Comissão de Valores Mobiliários caso ocorressem fatos posteriores à sua emissão, mas originalmente esse instrumento para fins de regulação seria simples título de crédito.

Além disso, alega-se que o registro da oferta secundária da CCB seria extremamente burocrático e oneroso, o que faria com que as instituições financeiras passassem a analisar com maior cautela a viabilidade de concessão de crédito utilizando este título. O entendimento da Comissão de Valores Mobiliários de exigir o registro da instituição financeira titular e cedente da CCB poderia restringir o interesse por esse tipo de operação, o que consequentemente representaria um retrocesso ao sistema de crédito no Brasil.

3.3.3- Outros fundamentos contrários à tese de que a CCB poderia se tornar um valor mobiliário

Além de todos os argumentos publicados na imprensa contrários a tese de que a CCB pode ser considerada um valor mobiliário, vislumbra-se outros problemas para essa caracterização.

Primeiramente cumpre salientar que o emitente da CCB pode ser qualquer pessoa, física ou jurídica, conforme estabelecido no art. 26 da Lei nº 10.931/04:

Art. 26. A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.⁷⁵

Dessa forma, caso o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários prospere, poderia ocorrer a introdução no mercado de capitais de título em que o responsável seria pessoa física. Nessa situação hipotética, o emitente do título sem manifestar qualquer declaração autorizando a quebra de sigilo, poderia perder o seu direito à privacidade, sua operação bancária estaria exposta à qualquer investidor e, ainda, o emitente poderia estar sujeito a suportar determinados normativos que visam conferir liquidez e confiabilidade ao mercado de capitais.

Esse desvirtuamento do título poderia ser verificado também no caso de pessoas jurídicas, sociedades não empresárias por exemplo poderiam estar sujeitas aos mesmos dispositivos legais impostos às companhias abertas que negociam valores mobiliários no mercado secundário.

Ainda em relação ao emitente, o desvirtuamento da caracterização da CCB como valor mobiliário não cessaria se ele fosse uma sociedade empresária, até mesmo se a sociedade fosse uma companhia aberta. Ora se o uso da CCB foi a opção utilizada pela sociedade para obter recursos para a sua atividade, não seria crível exigir dessa sociedade a sujeição ao mercado de valores mobiliários. A sociedade empresária que emite CCB opta expressamente por utilizar a via privada para o seu financiamento, portanto, em razão da causalidade desse título de crédito, o seu emitente tacitamente manifestou a sua vontade em não ingressar no mercado de valores mobiliários.

Uma eventual oferta pública de cessão de CCB também representaria um desvirtuamento em relação aos investidores cessionários, os agentes que transferirão determinada quantia à instituição financeira para se tornarem titulares do direito creditório representado pela CCB.

⁷⁵ BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 03 ago. 2004, p.17.

Os investidores que eventualmente tornariam-se cessionários da CCB nesse tipo de oferta, assumiriam a condição de e co-titulares do título cedido. Dessa forma, nada obsta que a CCB possa ter a sua propriedade compartilhada entre vários sujeitos, ela é um bem móvel como outro qualquer.

A relação jurídica instituída nesse tipo de cessão deveriam ser regidas pelas normas de direito civil que disciplinam o condomínio geral, dispostas nos artigos 1.314 a 1.326. Ocorre que nesse tipo de condomínio, diferentemente do que ocorre no condomínio especial derivado da constituição de fundo de investimento, o investidor apenas poderá negociar a sua parte ideal⁷⁶ com terceiros, não há a obrigação de resgate da fração ideal.

Outro contraponto existente nesse tipo de relação condominial aplicável ao mercado de capitais diz respeito à administração da CCB, que, se não for feita por alguém escolhido pela maioria dos condôminos deverá ficar sob a responsabilidade daquele condômino que manifestou pioneiramente a sua opinião e não encontrou oposição dos demais.

Art. 1.323. Deliberando a maioria sobre a administração da coisa comum, escolherá o administrador, que poderá ser estranho ao condomínio; resolvendo alugá-la, preferir-se-á, em condições iguais, o condômino ao que não o é.

Art. 1.324. O condômino que administrar sem oposição dos outros presume-se representante comum.⁷⁷

Essa regra em nada protege os interesses do investidor, pois eles, em regra, não possuem condições de administrar bens no mercado de capitais, falta-lhes conhecimento técnico e jurídico das relações existentes nesse tipo de mercado, estando portanto incapacitados de cuidar do interesse comum dos demais condôminos.

Por fim, uma última incongruência gerada pela instituição de um condomínio geral para a oferta pública de cessão de CCB é a precariedade da co-titularidade dos condôminos desse tipo de operação. Classicamente definido como uma forma transitória de propriedade, o condomínio geral pode ser extinto a qualquer tempo conforme pode-se constatar pelo disposto no art. 1.320 do Código Civil:

⁷⁶ O artigo 1.314. do Código Civil dispõe o seguinte: “Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la.”

⁷⁷ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002, p.1.

Art. 1.320. A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão.

Dessa forma, qualquer dos cessionários poderia manifestar a sua declaração de vontade no sentido de desfazer o condomínio. Nesse hipótese, caso os outros condôminos discordem sobre o fim do condomínio, deverá o investidor interessado no fim da relação buscar no poder judiciário amparo para o acolhimento de seu direito.

Esse desvirtuamento é relevante porque o mercado de capitais como um todo está habituado a agir de acordo com as normas de condomínio especial, tendendo à aplicá-las na hipótese de oferta pública de cessão de CCB, o que traria insegurança aos mercados, tendo em vista que as normas aplicáveis seriam as do direito civil.

Conclusão

Ao longo de todo o trabalho demonstrou-se a importância da evolução do conceito de valor mobiliário para o mercado de capitais brasileiro. A definição da competência da Comissão de Valores Mobiliários e, conseqüentemente, a proteção dos investidores, apenas pode atingir um nível ideal se o objeto principal desse mercado, o valor mobiliário, atinja um ponto em que quaisquer títulos criados pela agentes financeiros seja considerado um valor mobiliário.

Evidentemente, essa correlação existente entre a criatividade existente no mercado de capitais e a abrangência almejada pelo legislador não é atingida de pleno por uma simples disposição normativa. Dessa forma, buscou-se na legislação alienígena, mais especificamente na legislação norte-americana, inspiração para criação de uma previsão legal que abrangesse todos os instrumentos criados pelos agentes financeiros atuantes no mercado de capitais. Ampliaria-se assim o conceito de valor mobiliário para abranger os títulos ou contratos de investimento coletivo.

Pouco a pouco, porém, as incongruências desse novo conceito apareceram. O legislador brasileiro atento à essa questão, atribuiu competência para definir se um título é valor mobiliário ou não à uma entidade especialmente criada para regular o mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários.

Em 15 de janeiro de 2008, exercendo uma das atribuições para a qual foi criada, a Comissão de Valores Mobiliários em consulta em pública avaliou se a Cédula de Crédito Bancário poderia ou não ser considerada valor mobiliário, manifestando-se na ocasião de forma favorável.

Conforme demonstrado ao longo do trabalho, tal decisão gerou a publicação de vários artigos na imprensa, sendo que na sua grande maioria concluindo pelo equívoco da entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro.

Diante de todas as considerações a favor e contra da possibilidade da CCB vir a se tornar um valor mobiliário, ao contrário do posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários, conclui-se que a CCB é um título insuscetível de aproveitamento como valor mobiliário.

Esse título de não se adequa efetivamente aos requisitos de contrato de investimento coletivo do direito norte-americano e previstos no artigo 2º, Inciso IX da Lei nº 6.385/76. A CCB não pode ser caracterizada como um investimento num determinado empreendimento, uma vez que o emitente do título apenas busca um crédito para o seu negócio, independentemente de sua origem. Como consequência da não existência de um empreendimento visualiza-se a impossibilidade da existência de lucro, outro requisito do contrato de investimento coletivo do direito norte-americano.

No entanto, não é necessário invocar a doutrina norte-americana para se concluir que se tratarmos a CCB como valor mobiliário ocorreria um desvirtuamento para a qual foi criada. Existiria um desvirtuamento em relação devedor emitente, que não manifestou vontade em participar do mercado de valores mobiliários; em relação à instituição financeira cedente, que apesar de dispor de outros meios para captar recursos no mercado de capitais, o faz através da cessão de CCB sem assumir qualquer ônus; e, enfim, um desvirtuamento em relação aos investidores cessionários, que passarão a integrar um condomínio geral, sujeito as regras de direito civil, notadamente desfavoráveis para os agentes financeiros atuantes no mercado do capitais.

Em vista de todos os argumentos expostos, conclui-se que a Comissão de Valores Mobiliários não deveria regular a oferta pública de cessão de CCB, sob pena de estar cometendo um desvirtuamento da natureza jurídica deste título e, ainda, sob pena de, mesmo que indiretamente, proporcionar um desaquecimento no mercado de crédito brasileiro, em face dos elevados custos financeiros que as instituições financeiras deveriam desembolsar para continuar realizando suas operações de cessão.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo**. 2. ed. São Paulo: Forense. 2003.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: Limites e possibilidades. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2006.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 9. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 15. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2006.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 10. ed. rev. e atual. de acordo com a nova lei de falências. São Paulo: Saraiva. 2006.

COSTA, Roberto Teixeira da. Analisando o presente e pensando o futuro: os 30 anos da CVM. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2006.

COSTA, Philomeno Joaquim da. **Anotações às companhias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar. 2008.

_____. O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e revisão. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, 2006.

_____. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1998.

FILHO, Silvio Cunha. Cédula de Crédito Bancário. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 8, 2000.

FRONTINI, Paulo Salvador. **Cédula de Crédito Bancário. Análise do título de crédito criado pela Medida Provisória 1.925**. São Paulo, Malheiros Editores, 2000.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de security no direito norte americano e o conceito análogo no direito brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 14, 1974.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 36, 2007.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, a. 24, n. 59, julho/setembro de 1985.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUERA, Roberta Quiroga (Coord.). **Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo. Dialética, 2000.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2.

ROSA JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da. **Títulos de crédito**. 5. ed. revista e atualizada, de acordo com o novo Código Civil, Rio de Janeiro: Renovar. 2007.

WALD, Arnold. O mercado futuro de índices e os valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 57, 1985.

VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. Reforma Regulatória e Sistema Financeiro Nacional. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, Malheiros Editores, n. 129, 2003.

<<http://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1965-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>. Acesso em: 30 out. 2008.

<<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080424NotA.asp>>. Acesso em: 04 nov. 2008.

< <http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2008.

<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5730-0.HTM>>. Acesso em: 02 maio 2008.

< http://imagem.camara.gov.br/dc_20.asp?selCodColecaoCsv=J&Datain=22/09/2001&txpagina=19179>. Acesso em: 05 nov. 2008.

<<http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec2.html>>. Acesso em: 16 set. 2008.

< http://www.legiscenter.com.br/templates/legis_pl.cfm?path_pl=projeto_de_lei/un/2004/pl_3337_de_13-04-04/integra_original>. Acesso em: 01 nov. 2008.

<<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?numero=2150&classe=ADI&origem=AP&recurso=0&tipoJulgamento=M>>. Acesso em: 05 nov. 2008.

< <http://www.stj.gov.br/SCON/sumulas/doc.jsp?livre=233&&b=SUMU&p=true&t=&l=10&i=1>> Acesso em: 01 nov. 2008.

ANEXO(S)

ANEXO I – Decisão da Comissão de Valores Mobiliários, proferida em janeiro de 2008, de caracterizar as cédulas de crédito bancário, desde que cumprido determinados requisitos, como valores mobiliários

ANEXO II – Evolução do volume de CCB registradas na CETIP

ANEXO I

PROCESSO CVM Nº RJ2007/11.593**Registro Col. nº 5730/07****Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto****1. Introdução**

1.1 O Banco Itaú BBA S.A. ("Itaú") solicitou à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") pedido de dispensa de registro de uma oferta pública de cédulas de crédito bancário ("CCBs") emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda. ("Bracor").

1.2 A emissão compreende 20 CCBs com as seguintes características: (a) valor de R\$1 milhão cada; (b) prazo de 18 meses; e (c) remuneração pelo CDI mais um *spread* de 1 p.p. A oferta será dirigida apenas a fundos de investimento, que deverão declarar expressamente estarem capacitados para avaliar as CCBs e estarem satisfeitos com as informações fornecidas.

1.3 Preocupada com "a proteção dos investidores e a integridade do mercado", a SRE submeteu o assunto à apreciação do colegiado, para que fixemos as diretrizes a serem observadas pela área técnica da CVM em casos envolvendo ofertas públicas de CCBs.

1.4 Segundo tivemos notícia, têm sido relativamente freqüentes no mercado operações em que uma instituição financeira subscreve uma série de CCBs de uma mesma empresa para, na seqüência, transferi-las a investidores qualificados. A emissão ora em análise é a primeira operação deste tipo submetida à apreciação da CVM.

1.5 A análise do pedido do Itaú suscita a seguinte questão: As CCBs podem ser consideradas valores mobiliários? Em caso afirmativo, quais são as normas aplicáveis? Para responder a estas perguntas, precisarei tecer algumas breves considerações a respeito do conceito de "valor mobiliário" em nosso sistema jurídico.

2. Valores Mobiliários

2.1 "Valor mobiliário" é um termo chave dentro da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Se um determinado título for considerado valor mobiliário, sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e a fiscalização da CVM.

2.2 Na definição do conceito de "valor mobiliário", o legislador de 1976 se viu diante de um dilema. Por um lado, sabia-se que a definição legal devia ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado. Por outro lado, ela também devia ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver.

2.3 Em sua redação original, a Lei nº 6.385/76 resolveu este dilema da seguinte forma: primeiro, fixou uma lista exaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional ("CMN") competência para alterar esta lista, o que tornava o regime legal mais flexível.⁽¹⁾

2.4 Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de "valor mobiliário", apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular.

2.5 Segundo o art. 1º desta medida provisória, "constituem valores mobiliários quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

2.6 Com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, este conceito foi incorporado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação:

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

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

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

VI - as notas comerciais;

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

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

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

§ 1º Excluem-se do 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.

2.7 Com essas alterações, nossa legislação passou a operar de maneira dúplice. De um lado, ela oferece uma lista bastante detalhada dos valores mobiliários, que são os incisos I a VIII.⁽²⁾

De outro, ela prevê uma hipótese genérica – o inciso IX – e que se destina a abarcar todos os casos não cobertos pelos incisos anteriores.

2.8 O inciso IX foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*.⁽³⁾ Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros".⁽⁴⁾

2.9 Segundo a definição que consta em *Howey*, o conceito de *security* deve abranger "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros".⁽⁵⁾

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;⁽⁶⁾
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;⁽⁷⁾
- 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;⁽⁸⁾ e
- v. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.⁽⁹⁾

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 ...").

2.12 Além destes fatores, que integram o conceito previsto no inciso IX, não podemos esquecer das exceções previstas no §1º do art. 2º, segundo o qual não são valores mobiliários nem os títulos da dívida pública nem os títulos de responsabilidade das instituições financeiras.

2.13 De posse destas considerações genéricas, podemos passar à análise da questão concreta suscitada por este caso, isto é, se as CCBs são ou não valores mobiliários.

3. Cédulas de Crédito Bancário

3.1 Segundo a definição que consta do art. 26 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, a CCB "é título de crédito, emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade".

3.2 As CCBs foram criadas com um propósito claro: facilitar a execução e negociação de créditos bancários. Assim como as notas promissórias, as CCBs são títulos de crédito, que podem ser facilmente negociados e executados em juízo.⁽¹⁰⁾ Porém, ao contrário das notas promissórias, cujo conteúdo é bastante restrito pela lei, as CCBs podem conter todas as obrigações normalmente previstas nos contratos bancários.

3.3 Embora se assemelhem em muitos aspectos a certos valores mobiliários, como a nota comercial e as debêntures, as CCBs não estão cobertas pelos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, razão pela qual devemos verificar se elas se enquadram no conceito genérico previsto no inciso IX.

3.4 Na minha opinião, as CCBs satisfazem claramente os cinco primeiros requisitos que enumerei no item 2.11 acima, pelas seguintes razões:

- i. ao adquirir uma CCB, o poupador está fazendo um investimento em renda fixa, o que satisfaz o requisito delineado no item 2.11(i) acima;
- ii. o art. 26, *caput*, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito, atendendo assim o requisito descrito no item 2.11(ii) acima; a este propósito, vale destacar que embora o conceito de "valor mobiliário" não se confunda com o conceito de "título de crédito", sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias;
- iii. a partir de uma mesma operação de crédito, e ressalvado o disposto no art. 28, § 2º, II, da Lei nº 10.931/04, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas, o que caracteriza o potencial coletivo do investimento nesses títulos e atende o requisito descrito no item 2.11(iii) acima;
- iv. as CCBs pagam juros aos seus titulares e estes juros constituem, obviamente, uma remuneração, o que satisfaz o requisito descrito no item 2.11(iv) acima; a propósito, vale lembrar que, segundo nossos precedentes, a palavra "remuneração" empregada no inciso IX deve ser entendida em sentido lato, de forma a cobrir "qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento";⁽¹¹⁾ e
- v. a remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito; também está satisfeito, portanto, o item 2.11(v) acima.

3.5 A grande questão consiste em saber se as emissões de CCBs podem satisfazer o requisito descrito no item 2.11(vi) acima, isto é, se elas podem ser objeto de oferta pública.

3.6 O conceito de "oferta pública" é dado pelo art. 19, §1º e 3º da Lei nº 6.385/76, que foi regulado pelo art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que assim dispõe:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

3.7 Se a instituição financeira procurar vender as CCBs emitidas em seu favor utilizando qualquer dos mecanismos descritos neste dispositivo, tais como preparação de prospecto destinado ao público, envio de correspondência a investidores indeterminados e utilização de publicidade, estaremos diante de uma oferta pública.

3.8 É irrelevante, para este fim, que o ofertante das CCBs não seja seu emissor. A própria Lei nº 6.385/76 já previa esta hipótese no art. 19, §2º, que equipara ao emissor tanto as instituições financeiras que distribuírem valores mobiliários quanto outros investidores que vierem a adquiri-los para colocá-los no mercado.⁽¹²⁾

3.9 A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs. A este respeito, vale notar que:

- i. o art. 29, §1º, da Lei nº 10.931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;
- ii. as CCBs são títulos de crédito, o que facilita – e muito – sua venda e negociação no mercado;

- iii. segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para "facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários".⁽¹³⁾

3.10 Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76.

3.11 Resta saber se as CCBs caem na exceção prevista no inciso II do §1º do art. 2º da Lei 6.385/76: "títulos de responsabilidade de instituição financeira". Embora as CCBs envolvam sempre instituições financeiras, estas figuram sempre no pólo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são "responsáveis" pelas CCBs.

3.12 Ocorre que o art. 29, §1º da Lei nº 10.931/04 diz que as CCBs só podem circular mediante endosso, segundo as regras do direito cambiário, ou seja, segundo o disposto na Lei Uniforme Relativa a Letras de Câmbio e Notas Promissórias. E o art. 15 desta lei prevê que o endossante de um título é, via de regra, responsável pelo seu inadimplemento.

3.13 Todavia, este mesmo dispositivo da Lei Uniforme prevê que o endossante pode excluir sua responsabilidade, desde que esta exclusão conste expressamente do título. Portanto, caso a instituição financeira proceda dessa forma ao endossar as CCBs para terceiros, restará afastada a incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/76.

3.14 Em síntese, as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas:

- i. realize uma oferta pública de CCBs; e
- ii. exclua sua responsabilidade nos títulos.

3.15 A contrário senso, as CCBs não serão valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso:

- i. não sejam objeto de oferta pública; ou
- ii. a instituição financeira permaneça responsável pelo seu inadimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os certificados de depósito bancário ("CDBs").

3.16 Tendo chegado a estas conclusões, passo agora a discorrer sobre o regime jurídico aplicável à oferta e negociação públicas de CCBs.

4. Regime Jurídico

4.1 Uma vez caracterizadas como valores mobiliários, as ofertas e negociações públicas de CCBs passam a estar sujeitas aos registros previstos nos artigos 19 e 21 da Lei nº 6.385/76 e às normas que os regulamentam, que variam conforme o tipo de valor mobiliário emitido.

4.2 Em princípio, as ofertas públicas de CCBs estariam sujeitas à Instrução CVM nº 270, de 23 de janeiro de 1998 e à Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998, que

estabelecem regras aplicáveis aos emissores e às emissões de contratos de investimento coletivo.

4.3 Entendo, todavia, que as regras previstas nas Instruções nº 270/98 e 296/98 não são adequadas para reger as emissões de CCBs. A meu ver, as CCBs têm características um tanto diferentes das modalidades de contrato de investimento coletivo para as quais as Instruções nº 270/98 e 296/98 foram pensadas.

4.4 Por isso, acho mais adequado editar uma instrução específica para tratar das CCBs, como já fizemos no caso dos certificados de potencial adicional de construção, conhecidos como CEPACs, regulamentados através da Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003.

4.5 Todavia, enquanto esta instrução específica não estiver pronta – e recomendo que a Superintendência de Desenvolvimento do Mercado ("SDM") inicie sua preparação – proponho aplicar:

- i. as regras previstas na Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991, que trata de notas promissórias, para as emissões de CCBs feitas por companhias abertas ou com prazo inferior a 6 meses; e
- ii. as regras previstas na Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, que trata das notas promissórias do agronegócio, para todos os demais casos.

4.6 Esta proposta se justifica porque as CCBs são títulos de crédito muito semelhantes às notas promissórias, como já se viu acima. Além disso, a Instrução CVM nº 422/05 é a nossa instrução mais recente sobre notas promissórias, refletindo grande parte da experiência acumulada pela CVM até o presente.

4.7 Quanto ao caso concreto, proponho devolver o presente processo à SRE para que ela analise se a oferta de CCBs que o Itaú pretende realizar atende ao disposto na Instrução CVM nº 422/05, tendo em vista se tratar de CCBs de mais de 1 ano de duração emitidas por sociedade limitada.

4.8 Antes de encerrar este voto, contudo, gostaria de fornecer duas diretrizes adicionais para a atuação da área técnica da CVM, no que tange (a) às dispensas de registro de oferta e (b) à negociação das CCBs no mercado de balcão.

4.9 Sobre o primeiro tema, já se argumentou que as CCBs cairiam sempre na hipótese de dispensa automática de registro da oferta pública prevista no art. 5º, II, da Instrução CVM nº 400/03, a saber, colocação de lote único e indivisível.

4.10 Tal raciocínio é baseado numa interpretação equivocada do art. 28, §2º, I, da Lei nº 10.931/04, que prevê que "a Cédula de Crédito Bancário representativa de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário em conta corrente será emitida pelo valor total do crédito posto à disposição do emitente".

4.11 Com base neste dispositivo, argumenta-se que as instituições financeiras não poderiam fracionar o crédito concedido em várias CCBs. Logo, qualquer CCB constituiria sempre um lote único e indivisível, sujeito a dispensa automática de registro na CVM.

4.12 Este entendimento é equivocado porque art. 28, §2º, I, da Lei nº 10.931/04 só se aplica quando a CCB for oriunda de um "contrato de abertura de crédito", ou seja, quando o banco abrir um limite em favor do cliente para saques e pagamentos. Nas demais modalidades de concessão de crédito, este inciso não tem aplicação.

4.13 Quanto ao segundo ponto, já se questionou, nesta autarquia, se o simples registro de transações realizadas com CCBs na Câmara de Liquidação e Custódia ("Cetip") tornaria obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM.

4.14 Segundo o art. 21 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º, §1º, da Instrução CVM nº 400/03, nenhum valor mobiliário pode ser negociado em bolsa ou mercado de balcão sem que o emissor ou a emissão tenham sido previamente registrados na CVM, exceto em casos excepcionais.

4.15 Transcrevo estes dispositivos, para facilitar a compreensão do tema:

Lei nº 6.385/76

Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

Instrução CVM nº 400/03

Art. 1º (...)

§1º Somente poderão ser negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão:

I - valores mobiliários distribuídos publicamente através de oferta primária ou secundária registrada na CVM; ou

II - valores mobiliários que não tenham sido subscritos publicamente, desde que valores mobiliários do mesmo tipo, classe, espécie e série já estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão.

4.16 É certo que, de acordo com a sistemática prevista no art. 3º da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, a Cetip é uma entidade administradora de mercado de balcão.

4.17 Todavia, a própria Instrução CVM nº 461/07 distingue, no art. 3º e em diversos outros, (a) os negócios fechados no próprio sistema de negociação do mercado de balcão, (b) dos negócios realizados fora do sistema e levados a registro posteriormente.

4.18 Esta distinção aparece de forma clara no art. 92 da referida Instrução:

Art. 92. O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas:

I – como sistema centralizado e multilateral de negociação, definido no termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;

II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;

III – por meio do registro de operações previamente realizadas.

4.19 Obviamente, o simples registro de um negócio realizado fora do sistema da Cetip não caracteriza, por si só, negociação em mercado de balcão para fins de aplicação do art. 21 da Lei nº 6.385/76 e do art. 2º, §1º da Instrução CVM nº 400/03. Para tanto, é necessário que a operação seja realizada no próprio sistema, não apenas registrada nele.

4.20 Todavia, haverá negociação pública, mesmo que a operação seja somente registrada na Cetip, quando a compra ou venda de CCBs for concluída tendo como intermediários as pessoas ou entidades listadas no art. 15, I, II e III da Lei nº 6.385/76, como os bancos de investimento, agentes autônomos, distribuidoras e corretoras de valores mobiliários.

4.21 É o que dispõem o art. 21, §3º da Lei nº 6.385/76 e o art. 4º da Instrução CVM nº 461/07, cujo teor é o seguinte:

Lei nº 6.385/76

Art. 21 (...)

3º São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

Instrução CVM nº 461/07

Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. ⁽¹⁴⁾

4.22 Por força destes dispositivos legais e regulamentares, qualquer operação com valores mobiliários realizada com intervenção destas entidades, na qualidade de intermediários, é uma operação de mercado de balcão, sujeita, por conseguinte, aos registros de emissão e emissor previstos em lei e na regulamentação.

5. Conclusão

5.1 Resumo então as conclusões do meu voto:

- i. as CCBs são valores mobiliários desde que (a) sejam objeto de oferta pública e (b) a responsabilidade da instituição financeira por seu adimplemento tenha sido expressamente excluída no título (item 3.14 acima);
- ii. a SDM deve iniciar a preparação de uma instrução normativa específica para regular o registro das emissões e dos emissores de CCBs (item 4.4 acima)
- iii. até que esta instrução seja editada, a área técnica da CVM deve aplicar as regras: (a) que constam da Instrução CVM nº 155/91 para as emissões de CCBs feitas por companhias abertas ou com prazo inferior a 6 meses; e (b) que constam da Instrução CVM nº 422/05, para todos os demais casos (item 4.5 acima);
- iv. o simples registro de uma negociação privada de CCBs na Cetip não torna obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM (item 4.19 acima); e
- v. a negociação de CCBs com a intervenção, como intermediários, das pessoas e entidades listadas no art. 15, I, II e III da Lei nº 6.385/76 depende de prévio registro do emissor e da emissão na CVM, nos termos da regulamentação aplicável, ressalvados os casos de dispensa previstos na regulamentação (item 4.20 acima).

5.2 Proponho que a área técnica examine este e outros casos envolvendo CCBs de acordo com as diretrizes acima.

5.3 Recomendo ainda à área técnica que submeta quaisquer dúvidas ou pedidos especiais dos emissores à apreciação do colegiado, pelo menos até que seja editada uma instrução normativa específica sobre as CCBs.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

(1) Exercendo esta competência, o CMN incluiu os seguintes títulos no rol de valores mobiliários: (i) nota promissória comercial, (ii) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósito de ações, (iii) certificado de recebíveis imobiliários e (iv) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e serviços.

(2) Além dos itens listados na Lei nº 6.385/76 e em resoluções do CMN, a legislação especial inclui alguns outros títulos e contratos no rol dos valores mobiliários, como os certificados de investimentos audiovisuais e os certificados do agronegócio.

(3) 328 US 293 (1946).

(4) *Id.*

(5) *Id.*

(6) SEC v. CM Joiner Leasing Corp. 320 US 344 (1943).

(7) Para a interpretação deste requisito, Louis Loss & Joel Seligman. **Fundamentals of Securities Regulation**. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004, 252-3.

(8) **United Housing Foundation, Inc. v. Forman**. 421 US 837 (1975).

(9) Em casos posteriores a *Howey*, as cortes abrandaram o requisito de que o lucro advenha *exclusivamente* dos esforços de terceiros, passando a permitir o envolvimento do investidor na administração do empreendimento, desde que este envolvimento não seja preponderante. *E.g. Rivanna Trawlers Unlimited v. Borchard*. 840 F 2d 236 (4th Cir. 1988).

(10) O art. 28 da Lei nº 10.931/04 considera as CCBs títulos executivos extrajudiciais, assim como as debêntures e as notas promissórias, listadas no art. 585 do Código de Processo Civil.

(11) Voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos. **Proc. RJ 2003/0499**. Julgado em 28 de agosto de 2.003.

(12) Note-se que a CVM registra estas ofertas, ditas secundárias, com grande frequência. As CCBs não trazem nada de novo neste sentido.

(13) Nem se diga que a lei facultou a circulação em massa de CCBs apenas quando estes títulos forem securitizados por meio dos certificados de CCBs, conhecidos no mercado como "CCCBs". A meu ver, tal entendimento não pode prosperar diante do art. 29, §1º da lei, que autoriza a livre transferência das CCBs. Além disso, a própria Exposição de Motivos previa a circulação de CCBs tanto "securitizadas na forma de recebíveis" quanto no "mercado secundário".

(14) Uma leitura apressada da parte final do art. 4º da Instrução CVM nº 461/03 – "sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º" – pode dar a entender que qualquer operação registrada no mercado de balcão organizado deve ser tida como efetuada neste mercado. Não é isso o que a norma determina, contudo. O máximo que se pode extrair dela é que as operações realizadas no mercado de balcão não-organizado devem ser consideradas como se fossem realizadas no mercado de balcão organizado caso sejam registradas neste último.

Anexo II

