

A evolução da CVM e do conceito de valor mobiliário¹

Paulo Ferreira Dias da Silva

Graduado em Economia e em Direito pela USP. Especialista em Regulação do Mercado de Capitais pelo Instituto de Economia da UFRJ. Mestre em Direito Público pela PUC-Rio. Mestre em Direito Privado pela *Universitat de Girona*. Analista de mercado de capitais da Comissão de Valores Mobiliários. Advogado no Rio de Janeiro.

¹ Publicado na Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB, ano 18, nº 67, janeiro-março 2015, pp 67-109. Ed. Revista dos Tribunais.

Resumo

Com fundamento em elementos da teoria da constituição e do direito econômico, o autor descreve as funções da CVM sob a premissa de que a entidade persegue o cumprimento de um mandato previsto na ordem econômica constitucional e delimitado por um conceito legal de valor mobiliário em constante evolução.

Palavras-chave

Ordem econômica, regulação, atividade econômica, CVM, mercado de valores mobiliários, valor mobiliário.

Abstract

On the basis of elements of the constitutional theory and economic law, the author describes the Brazilian Securities and Exchange Commission's functions under assumption of this entity pursue in complying with the economic constitutional order and the legal concept of securities which has been continually developed.

Keywords

Economic order, regulation, economic activity, Brazilian Securities and Exchange Commission, securities market, securities.

1. A evolução da CVM

Ao configurar a CVM como *autarquia especial*², a lei dispôs à entidade um corpo funcional composto por técnicos submetidos ao regime jurídico dos servidores públicos civis³, o que lhes confere uma série de garantias, dentre as quais a estabilidade no serviço público⁴, inerente aos agentes públicos que desenvolvem atividades típicas de Estado⁵.

Seus dirigentes, por sua vez, são indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, com mandato fixo e estabilidade, também garantidos por lei⁶.

Tais prerrogativas dão à CVM uma configuração de ente de Estado, mais do que ente de governo, na medida em que lhe oferecem um razoável grau de independência em relação ao governo eleito, condição reforçada pela disparidade temporal entre o mandato do Presidente da CVM, que é de cinco anos⁷ e o do Presidente da República, que hoje é de quatro anos⁸.

Essa posição de relativa independência na seara da administração pública é identificada por parte da doutrina como típica das *agências reguladoras*, como se verifica no livro “Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico”, de Alexandre Aragão, que, em 2003, enfatizava o surgimento, a partir do segundo pós-guerra, de

...órgãos e entidades dotadas de independência frente ao aparelho central do Estado
– assegurada, sobretudo, pela vedação de exoneração *ad nutum* de seus dirigentes
– com especialização técnica e autonomia, inclusive normativa, capazes de

² Cf. artigo 5º da Lei nº 6.385/76.

³ Estabelecido pela Lei nº 8.112/90.

⁴ Cf. art. 21 da Lei nº 8112/90.

⁵ Nos termos do art. 247 da Constituição Federal e do inciso III do art. 4º da Lei nº 11.079/2004, respectivamente: “Art. 247. As leis previstas no inciso III do § 1º do art. 41 e no § 7º do art. 169 estabelecerão critérios e **garantias especiais para a perda do cargo pelo servidor público estável que, em decorrência das atribuições de seu cargo efetivo, desenvolva atividades exclusivas de Estado.**”; “Art. 4º Na contratação de parceria público-privada serão observadas as seguintes diretrizes: III – indelegabilidade das funções de regulação, jurisdicional, do **exercício do poder de polícia e de outras atividades exclusivas do Estado**; (...)” – grifamos.

⁶ Cf. artigos 5º e 6º da Lei nº 6.385/76.

⁷ Cf. art. 6º da Lei nº 6.385/76.

⁸ Cf. art. 82 da Constituição Brasileira.

direcionar as novas atividades sociais na senda dos interesses públicos juridicamente definidos.

Esse fenômeno, em razão da grande onda de privatização dos serviços públicos, verificada nos últimos anos em quase todos os países, foi fortalecido pela criação de novas entidades e órgãos independentes, encarregados da sua supervisão e normatização. A formatação jurídica que tomaram é diversa em cada Direito Positivo, mas mantém em todos eles os traços de autonomia face ao poder central do Estado.

A configuração dada pela lei à CVM se conforma a essa descrição doutrinária, mas é anterior à citada onda de privatizações, que tomou corpo no Brasil a partir dos anos 90.

Com efeito, já em 1976, a Lei nº 6.385 atribuía à CVM funções regulatórias, traduzidas em competência para regulamentar as matérias previstas naquela lei e na Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), fiscalizar as atividades, os serviços prestados e a veiculação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários (“MVM”), inspecionar companhias abertas e aplicar penalidades aos autores de infrações, apuradas mediante inquérito administrativo⁹, dentre outras ações.

Isto se confirma pela coincidência entre as prescrições do legislador de 1976 e as modernas lições do italiano Salvatore Cattaneo¹⁰ e do francês Michel Gentot¹¹, segundo as quais a regulação implica a integração de diversas funções que pressupõem um *quadro normativo* imposto às atividades econômicas com vistas ao equilíbrio dos interesses das diferentes forças presentes na realidade social.

Tais funções são constituídas por decisões gerais e abstratas que formam regulamentos, pela aplicação concreta dessas regras e pela composição dos conflitos que delas advém. Há, portanto, três poderes inerentes à regulação: o de editar a regra, o de assegurar a sua aplicação e o de reprimir as infrações¹².

Inobstante o substrato que a doutrina de raiz europeia lhe fornece, a instituição do modelo de agências reguladoras no Brasil não escapa de severas críticas, marcadamente da escola administrativista brasileira.

⁹ Cf. artigos 8º e 9º da Lei nº 6.385/76.

¹⁰ CATTANEO, 1999, p. 263.

¹¹ GENTOT, 1994, p. 41.

¹² ARAGÃO A., *idem*, p. 24.

Celso Antônio Bandeira de Mello¹³, por exemplo, ressalta que autarquias com funções reguladoras não são novidade no Brasil. Nova foi a adoção do termo “agência”, de inspiração norte-americana, para identificar autarquias especiais criadas no âmbito da reforma administrativa promovida pelo governo federal durante o mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Aponta o autor que o problema das agências reguladoras não está na terminologia, mas em se saber o que e até onde estas podem regular algo sem estar invadindo competência legislativa. Para ele, em função do princípio constitucional da legalidade, as determinações normativas advindas de tais entidades devem se restringir a aspectos estritamente técnicos¹⁴.

Ocorre que, como visto, a Lei 6.385/76 confere à CVM o poder de regulamentar, com observância da *política* definida pelo CMN, as matérias nela previstas e na Lei de Sociedades por Ações¹⁵, sem circunscrever esse poder a aspectos estritamente técnicos. Ao contrário, a lei expressa que tal poder se pauta em diretrizes de natureza política e exarada de um órgão do Poder Executivo.

Daí se pode inferir que, para Bandeira de Mello, a lei da CVM afrontaria o princípio constitucional da legalidade; por outro lado, à luz das conceituações de regulação anteriormente mencionadas, a própria Constituição, em seu art. 174¹⁶, autoriza a prescrição legal.

De um modo ou outro, ambas as linhas concordam que as normas infralegais, oriundas do poder regulatório estabelecido em lei, não podem contrariar a lei nem distorcer-lhe o sentido, pois feririam o princípio da legalidade.

Outros autores são ainda mais restritivos quanto ao poder normativo das agências reguladoras. Alexandre Mazza¹⁷ recusa-lhes qualquer competência

¹³ MELLO, 2012, pp. 176-180.

¹⁴ MELLO, 2012, p. 176.

¹⁵ Cf. inciso I do art. 8º da Lei nº 6.385/76.

¹⁶ Diz o mencionado dispositivo constitucional: “Art. 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.”

¹⁷ MAZZA, 2005, pp. 180-181.

regulamentar, fundado na observação de que esta é, pelo texto constitucional, privativa do Chefe do Poder Executivo¹⁸ e inadmitindo qualquer hipótese de delegação ao Poder Executivo em geral, ainda que o Presidente da República indique os presidentes das autarquias federais e das demais agências reguladoras, cujas atribuições normativas estão expressas em leis.

A assertiva de Mazza foi considerada “singela, mas certa” por Celso Antônio¹⁹ que, na oportunidade, parece ter abandonado a ideia de que a regulação seria uma competência legal, isto é, do Poder Legislativo. Mas este último autor dá a impressão de retomar seu pensamento original quando cita Marcelo Figueiredo, para quem, no direito brasileiro, não há como criar-se “entidades intermediárias” com poderes legislativos, ausentes espaço, assento ou previsão constitucional²⁰.

Bandeira de Mello chega mesmo a profetizar que as agências reguladoras certamente exorbitarão de seus poderes, porque irão supor-se naturalmente investidas dos mesmos poderes das agências norte-americanas²¹, assim sugerindo que a simples nomenclatura seria dotada, por si só, de grande influência, ao contrário do que ele mesmo declarara inicialmente.

Inobstante essas incongruências, a crítica do autor ao modelo das agências reguladoras inclui uma questão mais complexa, por envolver o regime democrático em que se assenta o Estado brasileiro. Ele propugna que os mandatos dos dirigentes das agências reguladoras não podem exceder o período governamental em que se iniciaram, sob pena de engessarem a liberdade administrativa do futuro governo.

Salienta o mestre que é da essência da República a contemporaneidade entre os mandatos dos dirigentes das agências reguladoras e os dos chefes do Poder Executivo a que estão vinculadas, para que o povo possa ensejar, naquelas

¹⁸Nos termos da Constituição Brasileira de 1988: “Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República: (...) IV - sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução; (...)”.

¹⁹ MELLO, 2012, p. 177.

²⁰ FIGUEIREDO, 2005, p. 174, *apud* MELLO, 2012, pp. 177-178.

²¹ MELLO, 2012, p. 177.

entidades, orientações políticas e administrativas diversas do governo precedente²², por meio da eleição de novos governantes.

Ressalve-se que o STF ainda não teve ocasião de manifestar-se sobre esse tópico específico, o qual vai tendo sua importância minimizada conforme os governos centrais vão sendo mantidos por reeleições que, ao prolongarem seus mandatos até oito anos, permitem ao governante eleito, cedo ou tarde, nomear seus próprios representantes para o comando dessas entidades.

A exemplo de Celso Antônio Bandeira de Mello, Maria Sylvia Zanella Di Pietro²³ identifica um *movimento de agenciificação*²⁴ no Brasil, com clara influência do *common law* norte-americano, salientando que, nos Estados Unidos, a Administração Pública é composta por agências com função *quase legislativa* e *quase judicial*.

Tal função seria *quase legislativa* porque as agências recebem, por lei, quando criadas, o poder de baixar normas com força obrigatória, mas as normas das agências estão colocadas abaixo das leis na escala hierárquica, podendo ser invalidadas por decisão judicial quando contrariarem as leis, seja por infringência dos *standards* – princípios e diretrizes contidos na lei - seja por inobservância do processo de elaboração das normas, em que a participação do cidadão constitui exigência obrigatória em várias fases.

Essa função seria também *quase judicial* porque as agências resolvem conflitos entre prestadores de serviço ou destes com seus usuários, ainda que suas decisões sejam passíveis de revisão judicial.

Di Pietro, como Bandeira de Mello, considera que o modelo das agências reguladoras encontra restrições no direito brasileiro. Para a autora, o referido

²² Aqui o autor se pauta em monografia de Leila Cuéllar, que acoima de inconstitucional a proibição de o Presidente demitir *ad nutum* os dirigentes dessas entidades (CUÉLLAR, 2001, p. 100, *apud* MELLO, 2012, p. 179).

²³ DI PIETRO, 2009, pp. 33-35.

²⁴ A autora identifica fenômeno análogo na Europa (França, Itália, Portugal, Espanha), onde se adota o nome *autoridades administrativas independentes*, ao invés de *agências* (DI PIETRO, 2009, p. 34).

modelo enseja a delegação legislativa, fenômeno que não encontra fundamento em nossa Constituição, a não ser em hipóteses expressamente previstas.

Por outro lado, Di Pietro reconhece que as agências instituídas no Brasil vêm exercendo plenamente sua função reguladora, o que abrange competência normativa (limitada pelo princípio da legalidade), polícia administrativa e resolução de conflitos, embora sem força de coisa julgada.

Ao afirmarem que o exercício da atividade reguladora por parte de agências governamentais fere o princípio da legalidade, Di Pietro e Bandeira de Mello parecem não considerar que é precisamente por lei que tal atividade é conferida a essas entidades. É também por meio de lei que a função reguladora é especificada e são estabelecidos os seus limites, sendo assim natural sua revisão pelo Poder Judiciário, se provocado nesse sentido.

Remetem os autores, portanto, não ao princípio da legalidade *genérico*, mas ao que a doutrina convencionou chamar *princípio da estrita legalidade*, afeito às esferas criminal e tributária.

Com efeito, o art. 150 da Constituição de 1988 veda peremptoriamente ao Estado “exigir ou aumentar tributo sem lei que o estabeleça” e o inciso XXXIX do art. 5º da Carta impõe que “não há crime sem lei anterior que o defina”. Já o princípio da legalidade genérico se encontra previsto no inciso II do mesmo art. 5º, segundo o qual “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

Assim, enquanto a lei *estabelece* um tributo ou *define* um crime, é apenas *em virtude dela* que se impõe a alguém fazer ou deixar de fazer algo. Logo, a visão dos citados autores encontra obstáculo na própria literalidade dos ditames constitucionais.

E nem há que se falar em violação ao princípio da estrita legalidade administrativa – art. 37, *caput*²⁵, da Constituição Federal - vez que, no caso em exame, a entidade reguladora o cumpre fielmente, editando atos normativos infralegais com expressa autorização legal.

Tanto é que Hely Lopes Meirelles²⁶, fundado em decisão do STF, em farta doutrina e sem cogitar de inconstitucionalidade, assim circunscreve o poder normativo das agências reguladoras:

“Tem-se debatido sobre o poder normativo conferido às agências. Esse poder normativo há de se cingir aos termos de suas leis instituidoras, aos preceitos legais e decretos regulamentares expedidos pelo Executivo. Suas funções normativas estão absolutamente subordinadas à lei formal e aos referidos decretos regulamentares. Assim, o poder outorgado às agências, neste campo, visa a atender à necessidade de uma normatividade essencialmente técnica, com um mínimo de influência política”²⁷.

Por fim, recorremos ao ensinamento de Calixto Salomão Filho²⁸ que, sem optar pelo curto caminho da defesa da inconstitucionalidade do modelo regulatório brasileiro, prefere uma abordagem mais construtiva, pugnando pela compatibilização entre a forma de regulação aqui adotada e os princípios constitucionais estabelecidos no art. 170²⁹ da nossa Constituição, dispositivo que

²⁵ “Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...)”.

²⁶ MEIRELLES, 2009, p. 358.

²⁷ Nesse sentido, o STF, na ADI 1.668, sobre a Lei 9.472/1997, em interpretação conforme, decidiu que esse poder normativo “subordina-se aos preceitos legais e regulamentares que regem a outorga, prestação e fruição dos serviços”. V. ainda: Diogo de Figueiredo Moreira Neto, “Agências reguladoras – natureza jurídica, competência normativa, limites de atuação”, RDA 215/71; Pedro Dutra, “O poder regulamentar dos órgãos reguladores”, RDA 2212/239. V. também Eduardo Krause, *Agências de Regulação*, Porto Alegre/RS, Mercado Aberto, 2001 – em que o Autor, além da parte doutrinária, reúne a legislação de todas as agências reguladoras nacionais, bem como de diversas estaduais. Fabrício Motta, *Função normativa da Administração Pública*, Fórum, 2007; Giovana Andréa Gomes Ferreira, “O Poder Normativo das Agências Reguladoras e o Princípio da Legalidade”, *Revista Virtual da AGU*, nº 80, set./2008 (nota conforme o original).

²⁸ SALOMÃO FILHO, 2008, p. 36.

²⁹ Diz o mencionado dispositivo constitucional: “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua

inaugura a ordem econômica constitucional brasileira submetendo-a aos princípios da justiça social e da livre iniciativa.

Esse autor nos faz lembrar que a própria escola administrativista brasileira, por ele identificada como *escola do interesse público*, presta-se a confortar nosso modelo regulatório ao vincular ao interesse público a função estatal regulatória, prevista no art. 174 da Constituição Brasileira e exercida, dentre outros órgãos, pela CVM.

Pois bem. É possível observar, no texto da Lei nº 6.385/76 e também na história da atuação do órgão³⁰ que, desde seu advento³¹, a CVM carrega e exerce poderes de editar, fiscalizar o cumprimento, apurar e apenar violações às normas jurídicas incidentes sobre o MVM brasileiro.

Vale considerar, no entanto, que a posição de vanguarda ocupada pela CVM como entidade autônoma de regulação estatal da economia nacional é devida ao modelo em que sua criação e estruturação foram inspiradas.

Paulo Cezar Aragão, primeiro superintendente jurídico da CVM, informa que a agência que serviu como modelo para a CVM foi a Securities and Exchange Commission - SEC³², criada em 1934³³ para regular o mercado de *securities*³⁴ dos

sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.”

³⁰ Com maior rigor, não nos referiríamos à CVM como órgão, mas como entidade, por esta ser dotada de personalidade jurídica. Nesse sentido, o parágrafo 2º do art. 1º da Lei nº 9.784/99 definiu órgão como “a unidade de atuação integrante da estrutura da Administração direta e da estrutura da Administração indireta” e entidade como “a unidade de atuação dotada de personalidade jurídica”. Dado que o objetivo central do presente texto não é o estudo da estrutura da administração pública, consideramos que lhe conferiria mais fluidez a adoção de tais termos como equivalentes.

³¹ “Desde 20 de julho de 1977, com a aprovação da Resolução nº 435, vem a CVM exercendo as funções normativas e de assessoramento a esse egrégio Conselho que lhe foram atribuídas pelas Leis nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976 e 6.404, de 15 de dezembro do mesmo ano. Assim sendo, antes mesmo de sua instalação oficial, em 06 de abril de 1978, a CVM já se dedicava à formulação das primeiras normas disciplinares do Mercado de Valores Mobiliários, buscando contemplar aqueles aspectos da nova legislação que necessitam regulamentação urgente e prioritária. (...)” Cf. CMN, 1978, p. 1.

³² ARAGÃO P. C., p. 42.

³³ Cf. *Securities and Exchange Act, of 1934*, disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (acesso em janeiro de 2013).

³⁴ Termo da língua inglesa comumente traduzido no Brasil pela expressão *valores mobiliários*.

Estados Unidos da América - considerado o primeiro país a adotar esse modelo organizativo³⁵ - pautando-se na experiência da administração pública inglesa³⁶, caracterizada por forte policentrismo e autonomia dos seus órgãos³⁷.

Por outro lado, é necessário ressaltar que a estabilidade dos dirigentes - principal elemento, segundo a doutrina citada, a caracterizar a autonomia das agências reguladoras em relação ao governo central – não acompanha a CVM desde o início. De fato, o parágrafo 1º do art. 6º da primeira versão da Lei nº 6.385/76 prescrevia que a CVM seria “administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República e demissíveis *ad nutum*”.

Nem mesmo seu corpo funcional gozava originalmente de estabilidade: o parágrafo 4º do mesmo art. 6º dispunha originalmente que “o quadro permanente do pessoal da Comissão será constituído de empregos regidos pela legislação trabalhista”.

Mas, enquanto a estabilidade de seus técnicos veio com a implantação do Regime Jurídico Único dos servidores públicos federais, em 1990, a estabilidade dos dirigentes da CVM só se efetivou com a edição da Lei nº 10.411, em 26 de fevereiro de 2002, que reformou a Lei nº 6.385/76 em diversos pontos, sendo este um dos mais significativos.

Tais aspectos mostram que, embora a CVM já tenha nascido com competência regulatória e bem antes das típicas agências reguladoras brasileiras, sua autonomia em relação ao governo central demandou um processo de maturação que só se completou após a onda de privatizações dos anos 90, isto é, sob a influência do modelo das agências reguladoras de serviços públicos privatizados, que previa mandato fixo para seus dirigentes³⁸.

³⁵ ARAGÃO A., *idem*, p. 226

³⁶ PROSSER, 1997, pp. 40 e segs, cf. ARAGÃO A., *idem*, p. 226.

³⁷ ARAGÃO A., *idem*, p. 224. O autor, citando PROSSER (1997, p. 34 e 37), complementa: “Alguns autores afirmam que a gênese da independência das agências reguladoras está no espírito auto-regulatório e juridicamente pluralista das comunidades inglesas, reminiscência, talvez, das guildas medievais”.

³⁸ A ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica foi criada pela Lei nº 9.427/96, a ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações, foi criada pela Lei nº 9.472/97, e a ANP – Agência Nacional do Petróleo, foi criada pela Lei nº 9.478/97, todas prevendo mandato fixo dos dirigentes.

Outro aspecto revelador do papel institucional da CVM a se destacar no estudo do texto da Lei nº 6.385/76 é que, além de prescrever à CVM uma diversidade de atribuições e prerrogativas, as quais, integradas, compõem a noção moderna de função regulatória estatal independente, a lei de 1976 também tratou de especificar os *finis* a serem perseguidos pela autarquia no exercício dessa função.

Estes foram detalhados pela lei em oito incisos³⁹, mas podem ser resumidos numa única sentença que, construída a partir dos termos neles utilizados, acabou consagrada no jargão do MVM como o escopo do órgão: *promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários brasileiro*.

Consideramos que essa sentença identifica a CVM como veículo do Estado regulador da economia capitalista, conforme previsto na ordem econômica constitucional brasileira, constatação que, fundada em pressupostos legais, encontra-se documentada num ato de governo.

Trata-se do Voto nº 426/78, aprovado pela 311ª sessão do Conselho Monetário Nacional – CMN⁴⁰, realizada em 20.12.1978 sob a presidência do

³⁹ Cf. art. 4º da Lei nº 6.385/76: “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

⁴⁰ Criado pelo art. 2º da Lei nº 4.595/64, o CMN é o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional, este último constituído pelo Banco Central do Brasil, Banco do Brasil S.A., Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, e demais instituições financeiras públicas e privadas, nos termos do art. 1º da mesma Lei. Atualmente, os membros do CMN são o Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), o Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e o Presidente do Banco Central do Brasil (fonte: www.fazenda.gov.br - acesso em janeiro de 2013).

Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, e formulado pelo Conselheiro Roberto Teixeira da Costa, primeiro Presidente da então recém-criada CVM.

Por meio desse Voto, o CMN se iniciava nas funções mais essenciais que a lei criadora da CVM lhe destinara, quais sejam, (i) definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do MVM e (ii) fixar a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições⁴¹.

Sob o título “Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários”, o referido Voto estabeleceu as diretrizes que pautariam a atuação da CVM no cumprimento do papel que a ordem econômica constitucional ora lhe confia.

Por seu valor histórico e político, que emprestam uma luz diferenciada ao presente artigo, segue sua transcrição integral:

Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários

A implementação de uma política de regulação, na medida em que se pretenda dotá-la de consistência e coerência na sua aplicação, requer prévia definição de seus fundamentos básicos, em função dos quais serão elaborados os atos emanados da autoridade reguladora.

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade, como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro desse contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

⁴¹ Cf. art. 3º da Lei nº 6.385/76, *in verbis*: “Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional: I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; II - regular a utilização do crédito nesse mercado; III - fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; (...).”

A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção do desenvolvimento do País.

A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.

Essa regulação levará em conta os seguintes fundamentos:

1. Interesse Público

A atuação da CVM no mercado de valores mobiliários estará fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público.

Através desse mercado as poupanças individuais fluem diretamente para as empresas, transformando-as em capital produtivo, contribuindo positivamente para o crescimento e prosperidade da economia e da nação.

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre todo o aparelho produtivo, atingindo aqueles que dele não participam diretamente. Assim, são do interesse público os atos e fatos relativos ao mercado de valores mobiliários e sob a sua égide devem-se nortear todos os seus fundamentos e princípios.

2. Confiabilidade

A confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Esse mercado somente cumprirá sua função alocativa com eficiência se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento impessoal e equânime.

Reconhece-se que a confiabilidade surgirá de um conjunto de circunstâncias que levem à atuação idônea dos participantes do mercado e à inexistência de atos e normas discriminatórios e de privilégios específicos em detrimento do interesse geral.

Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado.

3. Mercado Eficiente

Considera-se como objetivo permanente, a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.

4. Competitividade

A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente.

A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento.

A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários.

5. Mercado Livre

No processo de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao mercado e ao exercício na procura de um mercado eficiente e confiável.

6. Proteção ao Investidor

Com vista a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é o protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.

Passadas quase quatro décadas de sua edição, esse documento jamais foi objeto de reparos ou atualizações, seja pelas administrações da CVM, seja pelos governos que se sucederam no período. Não por acaso, ainda nos dias de hoje, sua leitura é recomendada pelos executivos da CVM aos ingressantes na carreira da entidade. E, embora formalmente desprovido de força vinculativa, fato é que, mesmo após sofrer várias reformas, a Lei nº 6.385/76 segue sem se distanciar dos princípios que ele encerra.

É de se notar, também, que este Voto do CMN oferece uma interpretação oficial para expressão *funcionamento eficiente e regular*, mas não se preocupa em definir MVM - última expressão a compor a finalidade legal da CVM.

Talvez por considerá-la auto-explicativa, tampouco o legislador a definiu, e nem mesmo a doutrina pátria parece ter dedicado maior atenção à definição de MVM. Já as definições de MVM da doutrina estrangeira não nos atendem plenamente, vez que pautadas em ordenamento jurídico diverso do nosso.

Por essa razão, colhemos na doutrina brasileira quatro definições⁴² de MVM, tecidas em diferentes momentos do tempo que separa o surgimento da CVM e o presente. Ressalve-se que, mesmo vistas assim, em perspectiva, nelas não se vislumbra toda a evolução pela qual passou a regulação do mercado brasileiro no período.

De Nelson Laks Eizirik⁴³:

Há definições amplas e estreitas do que seja o mercado de capitais: no primeiro caso, ele é identificado com o mercado financeiro; e, no segundo, é visto como um subsistema do mercado financeiro, referindo-se àquilo que, no Brasil, vem sendo chamado, em termos legais, de mercado de valores mobiliários, compreendendo as transações com ações e debêntures.

De Osmar Brina Corrêa Lima⁴⁴:

O mercado de valores mobiliários é um segmento do mercado de capitais que, por sua vez, integra o chamado mercado financeiro (...). Para as companhias abertas, o mercado de valores mobiliários funciona como um sistema de vasos comunicantes. Nele, as poupanças populares são captadas e canalizadas para o financiamento da atividade empresarial, através da aquisição de papéis emitidos pelas companhias para o autofinanciamento de seu capital de giro.

De Roberto Quiroga Mosquera⁴⁵:

O mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, ao contrário do mercado financeiro, é o mercado da desintermediação financeira.

De Roberto Papini⁴⁶:

⁴² Definições reunidas por VOGAS e COSTA, 2008, pp. 1259-1260.

⁴³ EIZIRIK, 1977, pp. 27-28.

⁴⁴ LIMA, 1995, p. 28.

⁴⁵ MOSQUERA, 1998, p. 20.

⁴⁶ PAPINI, 2004, p. 9.

Subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas.

As definições acima se ocupam de diferenças semânticas entre os termos *mercado financeiro*, *mercado de capitais* e *mercado de valores mobiliários*, cumprindo, assim, o importante papel de preencher a lacuna deixada pelas leis 4.595/64 e 4.728/64, que inauguraram, respectivamente, a moderna regulação brasileira dos mercados financeiro e de capitais, delimitando-os, cada uma a seu turno, mas sem defini-los conceitualmente.

Busca-se, contudo, uma definição do MVM que se preste a delimitar o campo de ação da CVM, permitindo, assim, uma boa compreensão da finalidade do órgão posta em lei.

Sob esse enfoque, e a título de exercício, apresentamos nossa definição de MVM: *moldura institucional que reúne as negociações de títulos ou contratos representativos de investimentos oriundos do público em geral e destinados a atividades econômicas.*

Valores mobiliários são, por conseguinte, os títulos e contratos que definem os direitos e deveres decorrentes da transferência de recursos que os originou, os quais guardam a característica de poderem ser negociados com terceiros.

Essa definição teórica levanta ao menos duas questões.

A primeira: como se distingue o MVM do mercado financeiro, onde são negociados publicamente títulos emitidos por instituições financeiras e pelo governo?

A segunda: as ações, típico valor mobiliário em nosso ordenamento jurídico, nem sempre são emitidas em contrapartida de recursos financeiros oriundos do *público em geral*. Podem servir, também, para representar investimentos realizados por um público restrito e específico: fundadores ou antigos acionistas de uma sociedade anônima.

O mesmo ocorre com outras espécies de valores mobiliários: como tal são reconhecidas pela lei, sem que esta vincule sua criação a operações de captação de recursos junto ao público em geral, as chamadas *ofertas públicas*⁴⁷.

A partir do estudo do conceito de valor mobiliário, exposto a seguir, buscamos elementos para esclarecer essas questões e principalmente, os contornos do campo de ação da CVM, vale dizer, do MVM.

⁴⁷ O conceito de *oferta pública* é basilar à regulação do MVM. Também chamada de *emissão pública* ou *distribuição pública*, assim foi definida pela Lei nº 6.385/76: “Art. 19 (...) § 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. (...) § 5º Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; (...)”. Com efeito, a Instrução CVM nº 400/2003, em seu art. 3º, traz um rol mais extenso dos atos que caracterizam uma oferta pública, assim como categoriza grupos que, quando destinatários exclusivos de uma oferta, não a caracterizam como pública: “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. §1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora. (...)”

2. A evolução do conceito de valor mobiliário

O campo de ação da CVM não é delimitado em termos teóricos, mas legais, e de maneira deveras oblíqua: a Lei nº 6.385/76, em suas primeiras versões, não apresentava expressamente um conceito de valor mobiliário, optando por estabelecer um rol de “valores mobiliários sujeitos ao seu regime”⁴⁸.

Tal disposição legal pode ser entendida, a partir de uma interpretação sistemática da lei, como *valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM*. Sua expressão literal, contudo, admite a existência de valores mobiliários não sujeitos ao seu regime ou, o que dá no mesmo, ao regime da CVM.

Ao optar por não definir, mas apenas indicar os valores mobiliários que seriam seu objeto, admitindo inclusive a existência de outros fora de seu regime, a lei, em princípio, reduziu a importância de uma conceituação teórica de valor mobiliário. Dessa forma, ao mesmo tempo em que escapava de discussões mais abstratas, a lei deixava bem claro o que estava – e também o que não estava – ao seu alcance.

A adoção dessa técnica legislativa é mais um exemplo de inspiração na experiência norte-americana, ressalvando-se que lá, por força da vinculação à tradição do *common law*⁴⁹, a legislação do mercado de valores mobiliários, em seus primórdios, oferecia um conceito de *security* mais indefinido que o do nosso valor mobiliário original.

É o que se observa na análise de Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁵⁰ acerca da origem da conceituação norte-americana de *security*:

⁴⁸ No *caput* do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

⁴⁹ Em relação a este termo, LEÃES explicou que “os Estados Unidos é geralmente chamado de país de *common law*. Se bem que o significado dessa expressão possa variar segundo o contexto em que seja inserida, via de regra quer significar que o direito americano encontra as suas raízes no direito britânico e não no direito continental europeu. É, no entanto, um engano supor que, por derivar do direito inglês, que surgiu de decisões jurisprudenciais, seja o direito norte-americano um direito ‘decisional’, quer dizer, um direito que emana exclusivamente das decisões dos tribunais, não implicando na existência de textos de lei. Presentemente, a maioria esmagadora dos feitos, tanto nas cortes estaduais quanto federais, versam sobre a interpretação de um diploma legal”. LEÃES, 1974, p. 44.

⁵⁰ LEÃES, 1974, pp. 42-43.

O termo *security* é definido em cinco leis federais: *Securities Act* de 1933, § 2(1), 15 U.S.C. §77b (1) (1970); *Securities Exchange Act* de 1934, § 3 (a) (10), 15 U.S.C. 78c (a) (10) (1970); *Public Utility Holding Company Act* de 1935, § 2(a) (16), 15 U.S.C. § 79(b)a (16) (1970); *Investment Company Act* de 1940, § 2 (a) (35), 15 U.S.C. § 80a-2 (a) (36) (1970); *Investment Advisers Act* de 1940, § 202 (a) (17), 15 U.S.C. § 80b-2(a)(18)(1970). Essas definições são praticamente idênticas e as diferenças existentes, sobre serem irrelevantes, foram eliminadas pela interpretação judicial:

“O termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito de todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados”⁵¹.

A definição acima, desde logo, não nos satisfaz, por lhe faltarem os elementos fundamentais próprios de toda definição. Com efeito, toda definição corresponde a uma delimitação, quer dizer, a uma indicação dos limites (conceituais) do objeto em foco, em relação aos demais objetos. Daí a fórmula escolástica: *definitio fit per genus proximum et differentiam specificam*. Definir consiste, fundamentalmente, em dizer que a classe pertence o ente em exame, situando-o no lugar ontológico correspondente, tomado em relação às demais classes de objeto, de modo a revelar a sua “diferença específica”. Por outro lado, é necessário que, em todas as definições, se esgotem as notas consideradas essenciais do ente definido, pois, à míngua de algumas delas, o objeto não fica adequadamente “situado” e pode, com facilidade, ser confundido com outro. Dessa necessidade surgiram as regras com vistas à boa definição, dentre outras a de que o definido deve necessariamente ficar excluído da definição.

Ora, a definição legal acima transcrita de *security* desobedece a essas regras. Primeiro, não estabelece os “limites conceituais” do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (*numerus apertus*). Ademais, com a expressão final: “or, in general, any interest or instrument commonly known as *security*”, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a “essência” do conceito de *security*, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria *security*, “any interest commonly known as *security*”, é sobremodo vaga, indefinida, e até perigosa: “Comumente conhecida” por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou

⁵¹ “Ad litteram: The term ‘security’ means any note, stock, treasure, stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate of subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrumental 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.”

seria de competência das agências federais de fiscalizadoras de mercado de valores?

Natural, portanto, que a noção legal de *security* tenha chamado a atenção dos tribunais, pressionados por necessidades concretas de aplicação da lei, os quais procuraram trabalhar num denominador comum aos vários exemplos enumerados no texto legal, e que, por via de consequência, fornecesse os “elementos essenciais” do conceito em tela. Nesse sentido, construiu-se uma interpretação longa em torno da expressão *investment contract*, que consta do texto de lei e que explicaria o significado do vocábulo *security*.

Praticamente todos os pontos críticos levantados por Leães, em sua observação da experiência inicial norte-americana na conceituação de *security*, aplicam-se à experiência brasileira na conceituação de valor mobiliário até o momento em que se adota, no Brasil, o conceito genérico de valor mobiliário, buscado, justamente, na evolução do conceito americano de *security*, como se verá adiante.

Antes, retomamos o exame dos primórdios da experiência brasileira, mais especificamente a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76⁵². Esta afirmou que a CVM tinha a função de “disciplinar o mercado de títulos privados – ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional” e que “o campo de ação da CVM se estende às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado”⁵³.

Ao traduzir um rol taxativo com um conceito, a Exposição de Motivos acabou permitindo um primeiro corte conceitual do MVM: este seria um mercado de títulos privados.

A ideia de que um valor mobiliário é essencialmente um título privado encontrava fulcro nos termos do primitivo parágrafo único, atual parágrafo 1º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, que “exclui do regime desta lei os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal”⁵⁴. O mesmo parágrafo ainda excluiu do rol de

⁵² Disponível em www.cvm.gov.br.

⁵³ Cf. item 6 da E. M. nº 197/76.

⁵⁴ Ainda que o mencionado dispositivo tenha tido a finalidade de preservar a autonomia dos governos centrais na administração da dívida pública, tal liberdade acabou restringida com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000). De todo modo, remanesce no ordenamento jurídico em vigor um normativo que impõe à CVM uma função auxiliar de controle das contas públicas. Trata-se da Resolução CMN nº 2.391/97, que estabelece, em seu art. 1º, que “a emissão privada de valores mobiliários representativos de dívida realizada por sociedades controladas direta ou indiretamente por estados, municípios e pelo Distrito Federal depende de

valores mobiliários “os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, exceto as debêntures”.

As exclusões do parágrafo, tão taxativas quanto às inclusões do *caput*, reforçam o reconhecimento da existência de valores mobiliários fora do regime da lei, ao passo em que tornam, até certo ponto, desnecessária uma conceituação teórica de valor mobiliário.

Por outro lado, fornecem resposta à primeira questão derivada de nossa definição de MVM: o MVM se diferenciaria do mercado financeiro não por aspectos conceituais, mas legais, algo que Nelson Eizirik identificara já em 1977, conforme sua própria definição de MVM, antes transcrita.

A referida Exposição de Motivos, por sua vez, tratou as exclusões do parágrafo 1º do art. 2º da Lei 6.385/76 como parte da divisão de tarefas entre a CVM e o Banco Central do Brasil (“Bacen”)⁵⁵, esclarecendo que permaneciam “na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures) e o mercado de títulos da dívida pública”⁵⁶.

Ou seja, a Exposição de Motivos da Lei 6.385/76 inseriu os títulos de responsabilidade de instituição financeira, não num mercado financeiro genérico, mas num segmento do *mercado de capitais* que não se confunde com o mercado de valores mobiliários.

Quanto à ressalva relativa às debêntures, esta se justifica na medida em que as debêntures já constavam do rol de valores mobiliários trazidos pelo art. 2º da Lei nº 6.385/76, ou seja, já estavam incluídas na área de competência da CVM, valendo salientar que, embora as instituições financeiras sejam proibidas por lei de emitir

prévia anuência da Comissão de Valores Mobiliários”. Tal normativo é alvo de críticas daqueles que nele enxergam um distanciamento entre a CVM e seu foco, que são as emissões públicas de valores mobiliários.

⁵⁵ Vale lembrar que, antes da criação da CVM, suas funções eram exercidas pelo Bacen (cf. Lei nº 4.728/65).

⁵⁶ Cf. item 9 da E. M. nº 197/76.

debêntures, aquelas que não recebem depósitos do público eventualmente podem, nos termos da mesma lei, ser autorizadas pelo Bacen a fazê-lo⁵⁷.

A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76 ainda acrescentou que “o mercado de valores mobiliários compreende os títulos emitidos por sociedades anônimas: as ações, partes beneficiárias e debêntures; os cupões desses títulos; os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; e outros, a critério do Conselho Monetário Nacional”⁵⁸. Ou seja, nos termos da Exposição de Motivos, os valores mobiliários, além de serem exclusivamente títulos privados, também eram títulos de emissão exclusiva de sociedades anônimas, mais modernamente chamadas de sociedades por ações.

Examinando o desenvolvimento do MVM em perspectiva, da criação da CVM até os dias hoje, verifica-se que a primeira orientação observada na Exposição de Motivos – a de que o valor mobiliário é um título privado - embora consagrada pela prática, na medida em que abrange a grande maioria dos valores mobiliários existentes, é sujeita a exceções, porquanto não encerra características essenciais do conceito que, hoje, abrange espécies as quais, ou não são propriamente títulos, ou não são emitidas por instituições privadas.

Quanto à segunda – de que valor mobiliário é título de emissão exclusiva de sociedades anônimas – tornou-se anacrônica, após as várias alterações sofridas pela Lei nº 6.385/76 desde sua promulgação.

Com efeito, o texto original do art. 2º dispunha que:

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 depósitos de valores mobiliários;
- III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

⁵⁷ Cf. art. 35, inciso I, e parágrafo único (este com redação dada pelo Decreto-Lei nº 2290/86) da Lei nº 4.595/64. Trata-se de uma regra de natureza prudencial, isto é, que procura evitar o chamado *risco sistêmico*, definido pelo Comitê de Basileia “como sendo aquele em que a inadimplência de uma instituição (financeira) para honrar seus compromissos contratuais pode gerar uma reação em cadeia, atingindo grande parte do sistema financeiro”. Cf. DATZ, 2002.

⁵⁸ Cf. item 8 da E. M. nº 197/76.

De fato, a princípio, todos os primeiros valores mobiliários sujeitos ao regime da CVM eram títulos emitidos por sociedades anônimas e expressamente previstos pela Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76).

Atualmente, o texto do citado art. 2º está assim:

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.

Observa-se que a lei não diz mais que os valores mobiliários são criados ou emitidos por sociedades anônimas, e ainda reconhece expressamente como valores mobiliários títulos que podem ser emitidos por sociedades limitadas, caso das notas

comerciais⁵⁹, ou por entidades sequer constituídas sob a forma de sociedade, caso das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários⁶⁰.

Outra mudança notável na comparação entre a primeira e a última versão do rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76 é que o atual texto legal deixou de apontar que outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, isto é, que não constassem expressamente do rol legal, poderiam vir a ser considerados valores mobiliários, a critério do Conselho Monetário Nacional.

A elisão dessa última expressão do texto legal pode se traduzir na transformação do Poder Legislativo em sede única da prerrogativa de indicar o que é valor mobiliário, na medida em que o CMN é órgão do Poder Executivo e o rol dos valores mobiliários continua sendo matéria legal.

De certa forma, foi mesmo o que ocorreu, pois o CMN, embora continue atuante nas funções a ele incumbidas pela Lei nº 6.385/76, não tem mais a prerrogativa de indicar o que deve ser considerado valor mobiliário, a não ser que por meio de lei. Exemplo disto se deu, mais recentemente, com a criação das *letras financeiras*, destinadas à emissão por instituições financeiras e cuja oferta pública é regulada pela CVM, nos termos da Lei nº 12.249/2010.

De todo modo, as reformas da Lei nº 6.385/76⁶¹ foram além de alargar o rol de valores mobiliários, inclusive com títulos que fugiam à característica original, caso das cotas de fundos de investimento. Nem trataram propriamente de

⁵⁹ Nesse sentido, a Instrução CVM nº 480, de 2009, que regula os emissores de valores mobiliários, no parágrafo 2º de seu art. 1º, estabelece: “o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, **exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso**”; no *caput* do art. 33, estabelece: “os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima **ou sociedade limitada**” e, no parágrafo único desse mesmo artigo, estabelece: “além das formas societárias previstas no *caput*, emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de cooperativa agrícola” – grifou-se.

⁶⁰ A Instrução CVM nº 409, de 2004, normativo mais geral que trata de fundos de investimento, informa em seu artigo 2º que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução”.

⁶¹ A Lei nº 6.385/76 foi reformada pelas Leis de nºs 6.422/77; 6.616/78; 9.447 e 9.457, de 1997; 9.873/99; 10.198 e 10.303, de 2001; 10.411/02, 11.638/07; e 12.543/12, e pelo Decreto Autônomo nº 3.995/01, um total de onze vezes em trinta e sete anos de existência, o que em boa medida marca o “processo de maturação” a que nos referimos ao final da pag. 7.

circunscrever ao Legislativo o poder de arrolar os valores mobiliários de maneira categórica, dispensando fundamentos conceituais.

Um dos aspectos mais visíveis na análise conjunta dessas reformas é a tendência a tornar o rol de valores mobiliários gradativamente mais abrangente, aumentando a área de ação da CVM ao mesmo tempo em que o órgão foi se desenvolvendo e recebendo mais recursos materiais⁶² e humanos⁶³, além de mais poderes⁶⁴.

Mas o aspecto mais revolucionário das reformas na legislação do MVM foi trazido pela reforma de 2001, que incluiu no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 nada menos que uma definição genérica de valor mobiliário.

Inspirada no conceito de *security*, essa reforma transformou em lei uma definição de valor mobiliário pautada em elementos conceituais derivados da experiência jurisprudencial norte-americana, consolidada em decisão da Suprema Corte datada de 1946 para o caso *S.E.C. v. W. J. Howey Company*. Em Leães⁶⁵, temos um detalhamento desse processo.

Na hipótese, a *Howey Company* vendera pequenos lotes de terra a serem utilizados para o plantio de frutas cítricas. Anexo ao contrato de venda e compra de terra, outra companhia, a *Howey-in-the-Hills Service Company*, subsidiária da primeira, comprometia-se a prestar serviços de plantio e cultivo de terra, bem como os de comercialização das frutas ali produzidas. A Corte, à vista dos fatos, concluiu que os contratos traduziam investimentos feitos por centenas de pessoas que, carecendo de conhecimento, experiência e equipamentos necessários ao cultivo das frutas cítricas, investiram passivamente em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de obter lucros, não se tratando, pois, de simples aquisições de glebas

⁶² A Lei 7.940/89 instituiu a “Taxa de Fiscalização do Mercado de Valores Mobiliários”, estabelecendo, no art. 2º, que “constitui fato gerador da Taxa o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à CVM” e, no art. 8º, que “a Taxa será recolhida ao Tesouro Nacional, em conta vinculada à CVM”. Assim, muito embora os recursos financeiros obtidos com o recolhimento da referida taxa não se dirijam diretamente aos cofres da CVM, seu montante tende a ser levado em consideração quando o Poder Executivo Federal examina o orçamento da CVM.

⁶³ Desde sua criação, a CVM realizou sete concursos públicos para a contratação de servidores: em 1978, 1987, 1994, 1997, 2001, 2005 e 2010. Fonte: www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

⁶⁴ A Lei nº 9.457/97, entre outras providências, alterou o art. 11 da Lei nº 6.385/76, aumentando sensivelmente o rigor das penas passíveis de aplicação pela CVM nos seus processos administrativos sancionadores.

⁶⁵ LEÃES, 1974, p. 47.

de terra, divididas em frações economicamente inviáveis quando consideradas isoladamente.

Caracterizando a operação como “contrato de investimento”, e, como tal, configurando *security*, o juiz Murphy procurou oferecer uma conceituação de contrato de investimento. Inicialmente, sublinhou que o termo não era definido pelas leis específicas, mas que os tribunais estaduais vinham construindo uma definição de *investment contract*, mesmo antes das referidas leis:

Essa definição foi aplicada iterativamente pelos tribunais estaduais a uma série de situações, cujos traços comuns são a aplicação pelos indivíduos de recursos poupados em empreendimentos comuns, com a esperança de colher lucro com os esforços desenvolvidos exclusivamente pelo lançador ou por terceiros, nunca deles próprios. Ao incluir o contrato de investimento na definição de *security* constante do § 2(1) da lei de 1933, o Congresso estava empregando uma expressão cujo significado já se firmara nos tribunais. É, portanto, perfeitamente lícito atribuir ao termo, no contexto da lei, esse significado, tanto mais que ele se harmoniza com os objetivos do Congresso. Em suma, um contrato de investimento, para os propósitos do *Securities Act*, é **todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa**⁶⁶ - grifamos.

O caso *Howey* fornecia, assim, pela primeira vez, uma definição de contrato de investimento que por uma operação de raciocínio, passou a ser a própria definição de *security*.

A principal lição do caso *Howey*, ao definir *investment contract*, diz respeito ao processo de identificação de uma *security*: nela, a substância prevalece sobre a forma e a ênfase é dada à realidade econômica subjacente. Assim, no caso em tela foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais formas de *securities* alinhadas na definição legal. Destarte, toda e qualquer *security* passa a ser identificada a essa substância econômica, revelada na análise dos contratos de investimento:

A security is a transaction (...) whereby (1) a person invests his money (2) in a common interprise and (3) is led to expect profits (4) solely from the efforts of the promoter or a third party.⁶⁷

⁶⁶ Cf. LEÃES, 1974, p. 47.

⁶⁷ “Form is disregarded for substance and emphasis is... placed upon economic reality”. V. Ronald J. Coffey, *The Economic Realities of the Securities: Is then a more Meaningful Formula?*, 18 *Western Res. L. Rev.* 367, 402 (1967). Cf. LEÃES, 1974, p. 48.

A fórmula *Howey* de identificação de uma *security* ganhou imediatamente a simpatia dos tribunais e a acolhida das agências federais. A Suprema Corte dos Estados Unidos passou a fazer referência a esse teste em várias ocasiões, sem, contudo, esclarecer a linguagem vaga utilizada na definição. Como resultado, foi entregue às cortes estaduais e às federais de instância inferior a tarefa de interpretar os termos do *Howey test*, no esforço de lhes atribuir significados exatos, à vista dos casos concretos que lhes são submetidos.

Fragmentando a definição acima, a *security* é conceituada como a *transação* através da qual o investidor fornece recursos para um *empreendimento comum*⁶⁸, expressão que também não dispõe de significado preciso, apenas quer referir-se a situações nas quais os valores fornecidos pelo investidor sujeitam-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio.

Assim, constituem *security* os títulos (ações, debêntures, partes beneficiárias) emitidos por uma sociedade por ações. Mas configuram, ou podem configurar *security*, também os investimentos mais diversos, como em gleba de terra, loteamento, empreendimentos rurais, obras de construção civil, títulos de clube etc., desde que os recursos investidos nesses empreendimentos sejam obtidos junto ao público e não haja expressa exclusão legal.

No Brasil, de início, a previsão legal do conceito de *security* como valor mobiliário se prestou a reduzir o interesse em algumas discussões doutrinárias, como aquela que questionava se os valores mobiliários seriam títulos de crédito⁶⁹. Nesse âmbito, merece destaque a contribuição de Newton de Lucca⁷⁰ à compreensão do conceito de valor mobiliário originada dessa discussão:

Cumpriria indagar, ante a disposição do artigo 2º da referida lei (nº 6.385/76), qual é a relação existente entre os ditos *Valores Mobiliários* e os títulos de crédito. Seriam os primeiros uma espécie dos segundos? (...) Ou, antes ainda, os Valores Mobiliários são ou não são títulos de crédito? Parece-nos importante assinalar, desde logo, que os valores mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo – se é que se possa falar

⁶⁸ O Prof. Louis Loss, abordando a fórmula *Howey*, fragmenta-a em três elementos básicos: “(1) investment of Money, (2) a common enterprise and (3) expectations of profits solely through the efforts of others” (L. Loss, *Securities Regulation*, tomo I, p. 491, 2ª ed., 1961, Cf. LEÃES, 1974, p. 47).

⁶⁹ Ao ensejo, ver BULGARELLI, 1998, pp. 85-103.

⁷⁰ DE LUCCA, 1979, *apud* BULGARELLI, 1998, pp. 99.

assim – é o de que os Valores Mobiliários assumem, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. Exatamente por serem negócios realizados em massa cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares desses papéis. Mas, como é óbvio, **não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos Valores Mobiliários. Não só no plano semântico, como no da própria Lei nº 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão.** Sob o primeiro aspecto, é fácil perceber que Valor Mobiliário significa um bem móvel, em oposição ao bem imóvel, não tendo que ver necessariamente com negociação em mercado. Sob o prisma legal, verifica-se que há expressões capazes de conduzir o intérprete no mesmo sentido. Veja-se, por exemplo, a redação do art. 1º: “serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I. a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado.” Infere-se, assim, da sistemática da lei, que podem existir Valores Mobiliários que não sejam distribuídos no mercado e, por isso, não sujeitos ao regime da lei. Idêntico raciocínio poderia ser aplicado no art. 2º que diz: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei”, do que se conclui, igualmente, que há outros Valores Mobiliários não sujeitos ao império da lei. **Pela intenção do diploma legal, entretanto, percebe-se que a conotação dada aos Valores Mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador.** Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de *Valores Mobiliários* não possui qualquer liame lógico com o de *Títulos de Crédito*. Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de Valores Mobiliários e, da mesma forma, estes poderão, concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são dois sistemas distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um título de crédito é algo totalmente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um Valor Mobiliário - (grifos nossos).

Ao comentar o excerto transcrito acima, Waldírio Bulgarelli⁷¹ ainda acrescentou:

Não obstante o acerto das ponderações do Autor, há que se fazer dois reparos: primeiro, há certo liame lógico entre as duas denominações, como foi mostrado por Ferri⁷² (...); segundo, é que se os títulos de crédito poderão vir a ser considerados como Valores Mobiliários (o que duvidamos nos casos, por exemplo, dos certificados de transporte ou de depósito etc.), a contrapartida não é verdadeira, pois não será qualquer valor mobiliário que poderá ser considerado títulos de crédito.

Com efeito, a reforma de 2001 da Lei nº 6.385/76 acabou por inverter o vetor da referida questão doutrinária, e a pergunta mais comum passou a ser se os títulos de crédito seriam valores mobiliários, pergunta essa imediatamente

⁷¹ BULGARELLI, *idem*, pp. 99-100.

⁷² Bulgarelli informa que G. Ferri considera o título de crédito “como um meio técnico de circulação”, característica próxima da negociabilidade em massa inerente aos valores mobiliários, já que “na fase da circulação do título, não existe diversidade entre títulos individuais e títulos de massa (*idem*, pp. 93-94).

respondida pela lei: sim, se o referido título de crédito for objeto de oferta pública e não houver exclusão legalmente expressa.

Hoje, é possível dizer que a categorização legal de um valor mobiliário genérico teve um resultado prático muito positivo para a regulação do MVM, ao permitir que a atuação da CVM alcançasse operações de apelo à poupança popular que não se utilizam dos valores mobiliários tradicionais, dando assim mais segurança ao público investidor.

Ademais, a definição genérica de valor mobiliário proporcionou ao órgão mais autonomia, na medida em que o entendimento sobre o que é valor mobiliário deixou de depender de uma nova modificação na lei, bastando a interpretação técnica do órgão regulador, obviamente sujeita a revisão do Poder Judiciário.

Reconhece-se que tal iniciativa, posterior em mais de cinquenta anos da definição de *security* que a inspirou, teve motivação circunstancial, pois visava responder à ocorrência reiterada de ofertas de investimento em larga escala que não se encontravam sob a égide da CVM e que geraram perdas para um grande número de investidores, casos das ofertas públicas de contratos de investimento coletivo realizadas pela “Gallus Agropecuária Ltda.”⁷³ e pelas “Fazendas Reunidas Boi Gordo”⁷⁴.

Dessa conjuntura nos recorda o advogado e Ex-Presidente da CVM Ary Oswaldo Mattos Filho⁷⁵. Ao comentar a aplicação do conceito genérico de valor mobiliário às ofertas públicas de Cédulas de Crédito Bancário – CCB⁷⁶, que época geravam alguma controvérsia entre os participantes do MVM, o autor, ao lembrar da motivação original da assunção do conceito genérico à condição de lei, teceu um panorama que serve como resumo balizador do que foi tratado até agora no presente artigo:

⁷³ A respeito, ver Deliberação CVM nº 245, de 05.03.1998, disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

⁷⁴ A respeito, ver Deliberações CVM nºs 376, de 27.03.2001, e 406, de 17.10.2001, disponíveis em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

⁷⁵ MATTOS FILHO, 2008, pp. 70-71.

⁷⁶ Instituída pela Medida Provisória nº 1925/99, convertida na Lei nº 10.931/2004, a CCB é definida pelo art. 26 da referida Lei como um “título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade”.

A Comissão de Valores Mobiliários nasceu, em 1976, sob a oposição cerrada do Banco Central, que, por meio de sua então diretoria de Mercado de Capitais, julgava-se plenamente habilitado para cumprir, e de forma concomitante, a normatização e fiscalização do mercado financeiro e do mercado de valores mobiliários. Foi graças à tenacidade do então ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, que surgiu a entidade autárquica que teria o seu campo de atuação limitado a determinados valores mobiliários previstos especificamente em lei e necessariamente emitidos por sociedades por ações. Competiria ao Conselho Monetário Nacional emitir resoluções agregando novos valores mobiliários, desde que também emitidos por companhias. Todo o eventual campo remanescente dos valores mobiliários continuava a ser de competência do Banco Central.

A mesma lei excluiu do campo normativo da nova autarquia os títulos de crédito emitidos por instituições financeiras, ressalvadas suas debêntures, cuja competência foi repassada à CVM. Com o passar do tempo, novos valores mobiliários foram sendo agregados ao campo da autarquia, terminando com a inovação legislativa de abandonar a regra até então seguida de nomear os novos tipos e substituí-la pela adoção de uma definição retirada da jurisprudência norte-americana (...).

Essa mudança ocorreu com a edição de medida provisória, hoje transformada em lei, que veio para acabar com a perplexidade trazida pela quebra da Gallus Agropecuária S.A. Faltava competência formal à CVM para regular os certificados de investimento, e o Banco Central negava-se a utilizar tal competência difusa a ele atribuída em 1965, pela Lei 4.728. Com a edição da MP, ficou outorgada competência à CVM para estabelecer regras e fiscalizar as emissões dos “títulos ou contratos de investimento” objetos de uma oferta pública. Estava aberta a caixa de Pandora.

Na definição legislativa do que seja contrato de investimento, nosso legislador optou por adotar uma definição genérica de valor mobiliário, retirada da jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, que explicita o significado da expressão “investment contract” — prevista, mas não definida, nas leis de 1933 e 1934, concernentes à criação da Securities and Exchange Commission (SEC) e à regulação das bolsas de valores. Inicialmente é de se notar que, enquanto o conceito de contrato de investimento nasce no direito norte-americano pela definição judicial, entre nós o mesmo vem ao mundo com a força cogente de lei. Ou seja, não caberá ao nosso Judiciário ou ao tribunal administrativo concordar com a definição nascida em “SEC v. Howey”, mas decidir de acordo com o seu preceito. Assim, resta saber: 1) se haverá ou não uma oferta pública; 2) se ela será de algo que constitui um título ou um contrato de investimento coletivo; e 3) se este não é de emissão de instituição financeira, cuja competência pertence ao Banco Central. (...).”

A fonte inspiradora do conceito genérico de valor mobiliário foi ratificada em decisão da CVM, consubstanciada por voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto⁷⁷, que utilizou o conceito genérico para verificar se as Cédulas de Crédito Bancário -

⁷⁷ CVM, 2008.

CCB que excluíssem a responsabilidade da instituição financeira favorecida, quando ofertadas publicamente, constituiriam valores mobiliários.

Por seu didatismo e por tratar-se de um significativo exemplo de atuação da CVM em sua função reguladora, segue sua transcrição da parte que nos interessa:

“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 à fiscalização da CVM.

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.

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 flexível⁷⁸.

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.

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".

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;

⁷⁸ 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.

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.

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.⁷⁹ De outro, ela prevê uma hipótese genérica – o inciso IX – e que se destina a abarcar todos os casos não cobertos pelos incisos anteriores.

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*⁸⁰. 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."⁸¹

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."⁸²

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;

⁷⁹ 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.

⁸⁰ 328 US 293 (1946).

⁸¹ *Idem*.

⁸² *Idem*.

- 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;⁸³
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;⁸⁴
- 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;⁸⁵ e
- v. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.⁸⁶

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 ...").

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.

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.

Cédulas de Crédito Bancário

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

⁸³ SEC v. CM Joiner Leasing Corp. 320 US 344 (1943).

⁸⁴ Para a interpretação deste requisito, Louis Loss & Joel Seligman. *Fundamentals of Securities Regulation*. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004, 252-3.

⁸⁵ United Housing Foundation, Inc. v. Forman. 421 US 837 (1975).

⁸⁶ Em casos posteriores a *Howey*, as cortes abrandaram o requisito de que o lucro advinha *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).

instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade".

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 juízo⁸⁷. 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.

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.

Na minha opinião, as CCBs satisfazem claramente os cinco primeiros requisitos que enumerei 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 (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 (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 (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 (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"⁸⁸; 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 (v) acima.

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

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:

⁸⁷ O art. 28 da Lei nº 10.931/04 considera as CCB títulos executivos extrajudiciais, assim como as debêntures e as notas promissórias, listadas no art. 585 do Código de Processo Civil.

⁸⁸ Voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos. Proc. RJ 2003/0499. Julgado em 28 de agosto de 2003.

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.

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.

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 mercado⁸⁹.

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"⁹⁰.

⁸⁹ Note-se que a CVM registra estas ofertas, ditas secundárias, com grande frequência. As CCBs não trazem nada de novo neste sentido.

⁹⁰ 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

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.

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 polo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são "responsáveis" pelas CCBs.

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.

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.

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.

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 adimplemento, 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").

Enfim, o dispositivo legal que definiu genericamente valor mobiliário acabou por viabilizar a inclusão imediata, na esfera da CVM, de novas modalidades de investimento público que vão sendo criadas pelo mercado, permitindo relegar-se a um momento posterior a eventual elaboração de regulação específica para cada caso.

Por outro lado, remanesce a hipótese de determinado título ou contrato ser considerado valor mobiliário por decisão de política executiva ou legislativa,

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".

independentemente de seu perfeito enquadramento na definição genérica. É o caso do CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção.

Criado por lei municipal e emitido por governos municipais, sua classificação como valor mobiliário colocou em questão a definição genérica, o conceito de derivativo - também relacionado pela lei como valor mobiliário - e até mesmo a caracterização do valor mobiliário como título privado, preconizada pela Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76.

Contudo, a possibilidade de sua distribuição mediante oferta pública e a vontade política de se desenvolver um mercado secundário para esses títulos, isto é, que tais títulos, após sua colocação inicial pelas prefeituras, fossem negociados entre terceiros de maneira sistemática e organizada, conduziu-os à regulação da CVM, que se confirmou a partir de uma consulta feita ao órgão pela Prefeitura da Cidade de São Paulo.

Essa consulta foi respondida por decisão do Colegiado da CVM em 28.08.2003, consubstanciada em Voto da autoria do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos⁹¹.

Na parte descritiva do referido Voto, encontramos nuances da criação de um valor mobiliário levantadas pela parte interessada, a apresentação das questões legais a serem enfrentadas, além das considerações sobre o conceito de valor mobiliário advindas da procuradoria jurídica da CVM, da área técnica do órgão e do escritório de advocacia contratado pela Prefeitura de São Paulo para tratar do caso.

Já na sua parte dispositiva, os fundamentos jurídicos do conceito de valor mobiliário e seu caráter definidor da competência da CVM são expostos com profundidade e rigor técnico, ao mesmo tempo em que são analisadas as virtudes e defeitos da opção legal pela categorização dos valores mobiliários, desde o alcance da definição genérica até a vagueza do conceito de derivativo.

Baseado em farta bibliografia e na experiência estrangeira, o Voto é, sobretudo, um emblemático exemplo de como é exercido o papel institucional da

⁹¹ CVM, 2003.

CVM. Além de consolidar o que até aqui foi dito sobre o conceito de valor mobiliário, o Voto do Diretor Luiz Antonio Campos acrescenta duas ideias importantes à consecução de um dos objetivos do presente artigo, que é justamente compreender o papel institucional da CVM.

A primeira se reveste de alguma dialética, pois, ao reportar-se à antiga tendência da doutrina em aproximar os conceitos de valor mobiliário e de título de crédito, em princípio confirma que “o conceito de valor mobiliário, do ponto de vista técnico-doutrinário, não tem grande importância, havendo até mesmo dificuldade em se definir conceitualmente o que seja um valor mobiliário”.

Logo a seguir, aponta que a caracterização de valor mobiliário passa necessariamente pelo esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento, ou mesmo especulação, por parte dos doadores dos recursos e observa que “esta sempre foi a tônica da definição de valores mobiliários para fins de regulação pela CVM, muito embora não fosse assim tão explícita, não obstante fosse intuitiva”.

Intuitiva porque conceitual. Assim, a dificuldade em se definir conceitualmente o que é valor mobiliário é superada quando se reconhece como essencial sua utilização para a captação da poupança pública com a conotação de investimento, aí incluída a especulação, pois por meio dela igualmente se busca um retorno financeiro para os recursos aplicados.

Com a elevação do elemento *oferta pública* à estatura de lei, ficou mais fácil apreender o conceito por trás do rol taxativo dos valores mobiliários, o caráter essencial a identificá-los entre si e que ali implicitamente sempre esteve, como já prenunciavam, de forma mais geral, os “Fundamentos para a regulação do mercado de valores mobiliários” do CMN e, de forma mais específica, a interpretação sistemática da lei apresentada por Newton de Lucca, já citados.

Segue nesse mesmo sentido a segunda importante ideia do voto, que aponta “a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº 6.385/76” como sendo “aquela que o lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei ‘quando ofertados ou negociados publicamente’”.

Tal interpretação vai ao encontro do problema identificado por Newton de Lucca, segundo o qual “não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos Valores Mobiliários”, pois “não só no plano semântico, como no da própria Lei nº 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão.”

No entanto, agora dispondo de uma justificativa dogmática, trazida pelo inciso IX acrescentado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76 na reforma de 2001, e assentada numa observação atenta da evolução do MVM e de sua regulação, a interpretação contida no Voto vem confirmar o que a doutrina de Newton de Lucca preconizara duas décadas antes, segundo a qual, pela intenção do diploma legal, a conotação dada aos valores mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador.

Indo além, a interpretação assim assumida pelo órgão regulador resolve a segunda questão derivada de nossa definição de MVM, pois, como diz o Voto, com ela “se compreende e se esclarece que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai.”

Ao seu final, o Voto prescreve: “o que atrai e determina a competência da CVM para os valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei nº 6.385/76 é a respectiva oferta ou negociação pública desses valores mobiliários.” Note-se que essa interpretação, assumida pelo órgão na oportunidade, não se prende à estrita letra da lei, na medida em que conforma os incisos I a VIII do art. 2º ao disposto no inciso IX, como se este estivesse acima dos demais, e não ao lado, como dispôs a lei.

Abstraída a literalidade em prol da finalidade da lei, teríamos que, quando um determinado valor mobiliário, mesmo presente no rol do art. 2º, não for objeto de oferta ou negociação públicas, não deve ser considerado como tal para efeito da aplicação da lei, pois a operação que o enseja, por não envolver apelo à poupança pública, dispensa a atenção especial do poder público que a lei induz.

Em contrário senso, se a formação de um título ou contrato, ainda que ausentes do rol do art. 2º, configurar oferta de investimento à poupança pública, seus emissores, ofertantes e demais responsáveis, assim como as operações que os ensejam, estarão sob o crivo da CVM, valores mobiliários que são, por força do inciso IX.

Restaria, contudo, uma dúvida: se, na interpretação eleita, os termos do inciso IX praticamente condicionam os demais incisos do art. 2º da Lei nº 6.385/76, estes também condicionariam o parágrafo primeiro do mesmo artigo, que expressamente exclui do regime da CVM os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras?

No plano hermenêutico, a resposta prudente seria *não*, tendo em vista a força que deve ser reconhecida na exclusão expressa, literal e categoricamente. Na realidade, não há muito espaço para dúvidas de que essa é a interpretação que vigora no momento, pois os títulos da dívida pública federal são ofertados publicamente no Brasil⁹² sem supervisão da CVM.

Quanto à categoria dos títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, esta foi objeto de análise no citado Voto do Diretor Marcos Pinto, onde se pode observar que tais títulos eram, sem exceção, excluídos do regime da CVM, conforme o entendimento do próprio órgão.

Mas, se a exceção não poderia vir por interpretação, acabou vindo por lei, confirmando-se a tradição de que esta via está sempre aberta, especialmente quando a mera interpretação da lei vigente não for suficiente para satisfazer a vontade política tornada soberana em conformidade com nosso modelo de estado democrático de direito.

Foi assim que a MP nº 472/2009, convertida na Lei 12.249/2010, autorizou as instituições financeiras a emitirem Letras financeiras (LF), definindo-as como

⁹² A título de exemplo, citamos o Tesouro Direto, um “programa de venda de títulos públicos a pessoas físicas desenvolvido pelo Tesouro Nacional em parceria com a BM&F Bovespa”, conforme definido no *website* <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto>, por meio do qual as vendas são realizadas. Tal iniciativa, embora caracterizasse uma oferta pública nos estritos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 400/2003 (transcrito na nota 190), não se submete à CVM por força do disposto no parágrafo primeiro do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

um “título de crédito que consiste em promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”⁹³.

As características das LF, postas nos artigos 37 a 42 da referida lei, permitem identificá-las como títulos cambiais⁹⁴ de responsabilidade de instituição financeira⁹⁵, remetendo-as, sem muito espaço para polêmicas, à excludente do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Como que reconhecendo essa possibilidade, a nova Lei a afastou expressamente, ao estabelecer, no seu art. 39, que “a distribuição pública de Letra Financeira observará o disposto pela Comissão de Valores Mobiliários”⁹⁶.

Por fim, vale notar que, embora tenha revogado expressamente, por meio de seu art. 140, diversos dispositivos legais, a Lei nº 12.249/2010 não alterou a vigência do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 6.385/76, o que significa que a regra continua sendo aquela, sendo a LF sua exceção, posta legitimamente por uma lei posterior.

De todo modo, ao incumbir a CVM de regular ofertas públicas de um título de dívida de instituição financeira, a Lei de 2010 veio alterar novamente a divisão de trabalho entre a CVM e o Bacen.

Assim, dando continuidade a um processo iniciado em 1976, com a Lei nº 6.385, a sociedade brasileira, tendo como instrumento o ordenamento jurídico, vem permanentemente intensificando e aperfeiçoando os poderes, deveres e atribuições

⁹³ Conforme o art. 37 da Lei 12.249/2010.

⁹⁴ Tal se pode deduzir, se não de uma comparação minuciosa entre as características das LF e as disposições da Lei Uniforme de Genebra (incluída no ordenamento brasileiro pelo Decreto Lei nº 57.663/66) que descrevem a letra de câmbio, da própria Lei nº 12.249/2010, que dispõe em seu art. 42: “Aplica-se à letra financeira, no que não contrariar o disposto nesta Lei, a legislação cambial”.

⁹⁵ A responsabilidade da instituição financeira, decorrente de sua condição de emissora da LF, fica expressa no art. 40 da Lei nº 12.249/2010, que estabelece: “Art. 40. A Letra Financeira pode ser emitida com cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, na hipótese de liquidação ou falência da instituição emissora. Parágrafo único. A Letra Financeira de que trata o *caput* pode ser utilizada como instrumento de dívida, para fins de composição do capital da instituição emissora, nas condições especificadas em regulamento do CMN”.

⁹⁶ A CVM atendeu ao mandamento legal editando a Instrução CVM nº 488/2010, que instituiu um regime especial de regulação das ofertas públicas de LF.

da CVM, tendência que indica o reconhecimento da expertise e da eficiência dessa instituição na proteção da poupança popular.

Referências Bibliográficas

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

ARAGÃO, Paulo Cezar. **A CVM em juízo. Limites e possibilidades**. In Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 9, nº 34, outubro-dezembro de 2006. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, pp. 38-49.

BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76**. E.M. nº 197, de 24 de junho de 1976, disponível em www.cvm.gov.br (acesso em janeiro de 2013).

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de Crédito**. 13ª Ed., São Paulo: Atlas, 1998.

CATTANEO, Salvatore. **‘Agencies’ e ‘Regulation’ nel Regno Unido**. In **Le Autorità Indipendenti – De fattori evolutivi ad elementi della transizione nel diritto pubblico italiano** (obra coletiva). Milão: Giuffrè Editore, 1999.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL – CMN. **Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários**. Anexo ao Voto nº 426/78, aprovado na 311ª sessão do Conselho, realizada em 20.12.1978. Cópia disponível na Biblioteca da CVM no Rio de Janeiro.

CVM. Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2003/0499, publicado em 28.08.2003. Disponível em www.cvm.gov.br.

CVM. Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2007/11593, publicado em 22.01.2008. Disponível em www.cvm.gov.br.

DATZ, Marcelo Davi Xavier da Silveira. **Risco Sistêmico e Regulação Bancária no Brasil**. Orientador: Renato Fragelli Cardoso. Rio de Janeiro: EPGE/FGV, 2002. Dissertação (Mestrado em Economia).

DE LUCCA, Newton. **Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. São Paulo, Pioneira, 1979.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. São Paulo: Atlas, 22ª ed., 2009.

EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977.

FIGUEIREDO, Marcelo. **As Agências Reguladoras – O Estado de Direito Democrático no Brasil e sua Atividade Normativa**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

GENTOT, Michel. **Les Autorités Administratives Indépendantes**. Paris: Ed. Montchrestien, 1994.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. *In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro (RDM)*, nº 14, Ano XIII, 1974, pp. 41-60.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Curso de Direito Comercial: sociedade anônima**. Vol. 2. Belo Horizonte: Del Rey Editora, 1995.

LOSS, Louis & SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of Securities Regulation**. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **CCB é valor mobiliário?** Artigo publicado na Revista Capital Aberto, ano 5, nº 56, abril de 2008.

MAZZA, Alexandre. **Agências Reguladoras**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 35ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2009.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2012.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PROSSER, Tony. **Law and Regulators**. Oxford: Clarendon Press, 1997. **Rivanna Trawlers Unlimited v. Borchard. 840 F 2d 236 (4th Cir. 1988)**. Disponível em <https://bulk.resource.org/courts.gov/c/F2/840/840.F2d.236.87-2516.html> (acesso em janeiro de 2013).

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**. 2ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2008.

SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp. - 320 U.S. 344 (1943). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>.

SEC v. Howey Co. - 328 U.S. 293 (1946). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>.

United Housing Foundation, Inc. v. Forman. 421 US 837 (1975). Disponível em <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/>.

VOGAS, Rosiris Paula Cerizze & COSTA, Bernardo Araujo. **O modelo regulatório do mercado de valores mobiliários no Brasil: Reflexões sobre a relevância política do**

disclosure. Trabalho publicado nos Anais do XVII Congresso Nacional do CONPEDI, realizado em Brasília – DF nos dias 20, 21 e 22 de novembro de 2008.