

**XXVI ENCONTRO NACIONAL DO
CONPEDI BRASÍLIA – DF**

**TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E
ECONÔMICA E REGULAÇÃO**

JOSÉ BARROSO FILHO

JOSÉ QUERINO TAVARES NETO

Todos os direitos reservados e protegidos.

Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI

Presidente - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UNICAP

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Ingo Wolfgang Sarlet – PUC - RS

Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim – UCAM

Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Maria dos Remédios Fontes Silva – UFRN

Vice-presidente Norte/Centro - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes – IDP

Secretário Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba – UFSC

Secretário Adjunto - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

Representante Discente – Doutoranda Vivian de Almeida Gregori Torres – USP

Conselho Fiscal:

Prof. Msc. Caio Augusto Souza Lara – ESDH

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto – UFG/PUC PR

Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini Sanches – UNINOVE

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS (suplente)

Prof. Dr. Fernando Antonio de Carvalho Dantas – UFG (suplente)

Secretarias:

Relações Institucionais – Ministro José Barroso Filho – IDP

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho – UPF

Educação Jurídica – Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues – IMED/ABEDI

Eventos – Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta – FUMEC

Prof. Dr. Jose Luiz Quadros de Magalhaes – UFMG

Profa. Dra. Monica Herman Salem Caggiano – USP

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr – UNICURITIBA

Comunicação – Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro – UNOESC

T772

Transformações na ordem social e econômica e regulação [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: José Barroso Filho; José Querino Tavares Neto - Florianópolis: CONPEDI, 2017.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-85-5505-421-1

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Desigualdade e Desenvolvimento: O papel do Direito nas Políticas Públicas

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Legitimidade. 3. Democracia.
4. Intervenção. XXVI Encontro Nacional do CONPEDI (26. : 2017 : Brasília, DF).

CDU: 34



XXVI ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI BRASÍLIA – DF

TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO

Apresentação

Não se pode esquecer que Economia, para além das escolhas sobre o uso dos recursos escassos necessários a vida e no incremento das forças produtivas, é decisão política e opção de prioridades.

Em tempos de crise econômica, seguida de grave crise política, e ainda do questionamento da legitimidade da atividade estatal – fragilizada pelo estágio puberdade/obsoleto da Democracia Brasileira, a partir de fissuras institucionais em que as funções do Estado disputam hegemonia em torno do Poder – enfrenta a academia a tarefa de compreender o estágio de desenvolvimento econômico e político do "projeto" brasileiro de Nação.

No Grupo de Trabalho: TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO I, a partir da elaboração de 18 artigos aprovados e apresentados, cujos temas variavam entre a constituição econômica brasileira, desenvolvimento sustentável e regulação de vários setores, mais uma vez, o Direito Econômico foi problematizado com eximia competência e profundidade, típicas do CONPEDI, na sua presente edição, assim como nas passadas.

Na tarefa profícua de análise dos trabalhos e intervenções da bancada coordenadora, percebeu-se trabalhos versando sobre o papel do Estado no processo produtivo, em face da sua intervenção direta e indireta, na busca do desenvolvimento socioeconômico; ou ainda, na visão de alguns, objetivando a efetivação do capitalismo humanista.

O Grupo de Trabalho teve o intuito de construir uma oportunidade para a dialética e a retomada do projeto de desenvolvimento social, em meio a reincidência ao neoliberalismo de austeridade, sempre no sentido de problematizar a condição do Estado como propulsor /indutor da economia na produção capitalista da América Latina, ao mesmo tempo em que o projeto de síntese capital/trabalho globalizante, desde o desenvolvimentismo do setor público, vem sendo atropelado, de forma avassaladora, pela financeirização da Economia, e é preciso, então, compreendê-lo em suas nervuras.

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto (UFG)

Prof. Dr. José Barroso Filho (ENAJUM)

A INCIDÊNCIA DAS NORMAS EMANADAS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) NAS COMPANHIAS FECHADAS E OUTROS TIPOS SOCIETÁRIOS

THE IMPACT OF THE RULES ISSUED BY THE BRAZILIAN SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (CVM) IN CLOSED COMPANIES AND OTHER TYPES OF BUSINESS ENTITIES

Alexandre Ferreira de Assumpção Alves ¹
João Manoel de Lima Junior ²

Resumo

Analisam-se como as normas estabelecidas pela CVM podem alcançar companhias fechadas e sociedades de outros tipos. A possibilidade de a CVM regular para além das companhias nela registradas, será analisada com base em três perspectivas: (a) a ação como valor mobiliário; (b) a ampliação do conceito de valor mobiliário; e (c) se as normas emanadas da CVM podem incidir sobre outros tipos societários. Com base em pesquisa bibliográfica e método dedutivo, parte-se da constatação de que cabe a CVM regular o mercado de valores mobiliários e da existência de títulos de emissão não privativa de companhias abertas, para formular conclusões.

Palavras-chave: Comissão de valores mobiliários, Valores mobiliários, Sociedades anônimas fechadas, Mercado de capitais, Regulação

Abstract/Resumen/Résumé

This article analyzes how the rules passed by CVM can reach closed corporations and other legal entities types. The possibility that rules passed by CVM may be extend beyond open corporations was analyzed upon three grounds: (a) the shares as securities; (b) the expansion of the concept of security; and (c) the rules issued by CVM may have an impact on other corporate types. Based on bibliographical research and on the deductive method, we formed conclusions considering that CVM is responsible for regulating the securities markets where may be negotiated bonds issued by business entities other than publicly held companies.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Securities and exchange commission of brazil, Securities, Closed corporations, Securities market, Regulation

¹ Mestre e Doutor em Direito. Professor Associado de Direito Empresarial nas Faculdades de Direito da UERJ e da UFRJ. Docente permanente do PPGD da UERJ.

² Doutorando em Direito Empresarial na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Mestre em Direito Econômico pela USP.

1. Introdução

O presente artigo tem como objetivo geral analisar como as regras estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM podem alcançar sociedades anônimas fechadas e sociedades constituídas sob outros tipos. No presente estudo pode ser verificado que a esfera de abrangência de competência da CVM para regular o mercado de valores mobiliários pode ser aumentada de diversas maneiras. Sem embargo, duas inovações tiveram especial relevância neste processo, a redefinição do conceito de valor mobiliário ocorrida em 2001 e a introdução das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição no Brasil ocorrida em 2009.

Os objetivos específicos são: (i) contribuir com o esclarecimento dos limites da regulação e próprio mercado de valores mobiliários, (ii) enfatizar que, embora a ação seja o mais antigo e mais conhecido valor mobiliário, as companhias fechadas e outros tipos societários podem, quando autorizadas pela CVM, negociar valores mobiliários de sua emissão no mercado, (iii) demonstrar que o conceito de valor mobiliário tem função meramente instrumental para (a) atrair determinado ativo financeiro ou operação financeira para o âmbito da regulação expedida pela CVM; (b) delimitar o mercado de valores mobiliários; e (c) definir os contornos da atuação dos profissionais que atuam nesse mercado.

O método adotado para a elaboração do trabalho é o dedutivo, partindo-se da constatação de que cabe a CVM regular o mercado de valores mobiliários, editando normas administrativas dentro de sua competência (premissa maior) e da existência de valores mobiliários que não são de emissão privativa de companhias abertas (premissa menor), será feita a análise da aplicação de tais normas às companhias abertas e outros tipos societários, com as conclusões decorrentes. A pesquisa é do tipo bibliográfica e documental.

A Comissão de Valores Mobiliários foi introduzida no quadro institucional da administração pública brasileira pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a finalidade exclusiva de regular o mercado de valores mobiliários e os agentes que nele atuam (art. 8º, I). Assim, a caracterização de um determinado título ou ativo financeiro como valor mobiliário, nos termos do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, atrai a competência regulatória (aí incluindo suas vertentes normativa, executiva e judicante) da CVM sobre a emissão e negociação de um determinado título ou ativo financeiro.

Segundo o inciso I do mencionado artigo 2º da Lei nº 6.385/76 as ações emitidas pelas sociedades anônimas devidamente registradas perante a CVM como companhias abertas, categoria A, nos termos do inciso I do artigo 2º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 são valores mobiliários e, portanto, estão no centro do espaço regulatório da Autarquia.

Contudo, conforme será exposto, nem sempre é fácil ou possível saber o quão longe desse centro a atuação regulatória da CVM pode se afastar. Isso porque o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil fez com que não somente ações, debêntures ou bônus de subscrição¹ emitidas por companhias abertas fossem negociados no mercado de capitais com a finalidade de atrair a poupança pública para as companhias emissoras.

Por exemplo, a Instrução CVM nº 476/09, cujo inciso III do artigo 1º permite que as debêntures não-conversíveis em ações ou não-permutáveis por ações e as notas promissórias comerciais emitidas por companhias fechadas (ou seja, sociedades anônimas não registradas perante a CVM como emissoras de valores mobiliários nas categorias A ou B) pudessem ser objeto de oferta pública com "esforços restritos" de distribuição².

Além disso, o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 permite que determinados títulos ou ativos financeiros possam vir a ser considerados como "valores mobiliários" desde que atendidos determinados critérios definidos neste inciso.

Este dispositivo foi introduzido pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que alterou o conceito de valor mobiliário no Brasil para nele incluir uma cláusula geral na definição do conceito. Desta forma, passou a ser permitido no direito brasileiro que certos títulos ou ativos financeiros emitidos por sociedades anônimas fechadas ou demais sociedades de qualquer tipo societário (ou mesmo por sociedades sem personalidade jurídica, como a sociedade em conta de participação, regida pelos artigos 991 a 996 do Código Civil) pudessem vir a ser considerados pela própria CVM como valores mobiliários e, assim, passassem a estar sob a competência regulatória desta Autarquia.

2. A Ação como Valor Mobiliário

Um primeiro passo para entender a possibilidade das regras emitidas pela CVM atingirem as sociedades anônimas fechadas é identificar a razão pela qual um determinado título ou ativo financeiro é caracterizado como valor mobiliário. O conceito de valor mobiliário tem a função instrumental de definir a competência regulatória da CVM. Assim, os limites da

¹ Os valores mobiliários tradicionais são aqueles previstos no inciso I do artigo 2º da Lei nº 6.385/76.

² As ofertas públicas com esforços restritos de distribuição foram introduzidas no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. As ofertas públicas com esforços restritos podem ser definidas como ofertas públicas dirigidas a um número restrito de investidores profissionais cujos valores mobiliários ofertados sejam negociados nos mercados, ainda que seus emissores não sejam registrados na CVM. Até 75 investidores profissionais podem ser procurados em ofertas públicas com esforços restritos de distribuição e no máximo 50 podem subscrever os valores mobiliários distribuídos com esforços restritos de distribuição, conforme os incisos I e II do artigo 3º da Instrução CVM nº 476/09.

atuação da autarquia dependem de três fatores: (a) se determinado título ou ativo financeiro é um valor mobiliário ou não; (b) se determinada oferta de valores mobiliários é pública ou não; e (c) se o emissor ou a oferta são registrados na CVM ou não.

Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho (1985, p. 47), define-se valor mobiliário como:

o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional. O investimento é feito ou a nível associativo, a título de empréstimos, ou como aplicação especulativa pura. O primeiro tipo normalmente se caracteriza pela participação societária ou empreendimento comum, sendo o lucro do investimento resultante do excesso de receita sobre despesas e provisões eventualmente exigidos por lei.

Adicionalmente, segundo Nelson Eizirik *et. al* (2008, p. 27), o conceito de valor mobiliário delimita a esfera de competência administrativa da CVM. Pois, segundo este autor,

A noção de valores mobiliários é basicamente instrumental, já que tem como finalidade demarcas a regulação estatal do mercado de capitais. Em outras, palavras, o conceito de valor mobiliário é de grande importância no contexto do direito societário, pois delimita o âmbito de aplicação da Lei nº 6.385/1976 e da regulamentação administrativa editada pela CVM.

O segundo passo é verificar se a ação emitida por uma sociedade anônima fechada é um valor mobiliário, especialmente se constituída por subscrição particular, nos termos dos artigos 15 e seguintes, e 88 e seguintes, da Lei nº 6.404/76³.

Assim, uma sociedade por ações será considerada “fechada” se não recorrer ao público investidor para financiar suas atividades, via emissão, subscrição e integralização de ações por investidores sem contato prévio com os sócios fundadores da companhia. Por outro lado, tal sociedade será considerada como “aberta” se, buscar registro perante a CVM para que possa vir a recorrer ao público investidor para financiar suas atividades, via emissão, subscrição e integralização de ações (ou de títulos de dívida, como as debêntures) por investidores sem contato prévio com os sócios fundadores da companhia.

Após a obtenção do registro de companhia aberta perante a CVM a sociedade por ações poderá acessar o “mercado de valores mobiliários”. Neste sentido, veja-se o que dispõe a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

³ Embora não seja o escopo deste trabalho analisar a ação sobre outro escopo que não seja o de valor mobiliário, cabe anotar que parte da doutrina comercial pátria considera a ação sob um tríplice aspecto: a) fração do capital social, b) fundamento da condição de sócio e c) título de crédito (nesse sentido, cf. REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 30.ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 104. v.2).

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

[...]

Art. 4º Para os efeitos desta Lei nº, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.⁴

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.

Segundo o parágrafo 3º do artigo 15 da Lei nº 6.404/76 e o artigo 2º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, o registro de companhia aberta se divide em duas categorias baseadas no tipo de valores mobiliários que podem ser emitidos pela sociedade por ações registrada. Categoria “A”, que permite a emissão de títulos representativos de frações do capital social da companhia (ações) e Categoria “B” que permite a emissão de títulos representativos de dívidas assumidas pela companhia (debêntures, por exemplo).

Em relação às companhias abertas, vale esclarecer a distinção entre uma companhia “aberta” e uma companhia “listada”. Aberta é a companhia que obteve o registro perante a CVM, já a companhia listada obteve a autorização da entidade organizadora dos mercados de bolsa de valores e de balcão organizado (a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, resultante da fusão entre a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e a CETIP S.A. – Mercados Organizados) para negociar suas ações nestes mercados organizados.

A respeito do primeiro fator mencionado acima (verificar se determinado ativo financeiro é um valor mobiliário ou não), é preciso ressaltar que existem duas dificuldades intrínsecas à própria definição da natureza jurídica da ação como um valor mobiliário. Isso porque, o inciso I do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 determina expressamente que ações são valores mobiliários, sem fazer nenhuma menção quanto à sua forma de financiamento. Assim, independentemente da forma de financiamento adotada pela companhia e de seu eventual recurso à poupança popular para financiamento de suas atividades, seja na emissão de títulos de dívida ou de títulos de capital, todas as ações emitidas pelas sociedades por ações no Brasil

⁴ Redação anterior: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei nº, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão **estejam ou não admitidos a negociação em bolsa ou no mercado de balcão**. Parágrafo único. Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão.” (Grifou-se)

seriam valores mobiliários e, em uma leitura estrita do inciso I do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 todas as ações emitidas por sociedades anônimas ou sociedades em comandita por ações no Brasil estariam sujeitas à regulação da CVM.

Contudo, em uma interpretação sistemática do dispositivo, percebe-se que tal interpretação literal é desarrazoada, pois tornaria a CVM uma espécie de registro empresarial próprio para as sociedades anônimas, já que todas as sociedades por ações teriam que se registrar para emitir suas ações. Tal raciocínio, além de descabido, deve ser compatibilizado com (a) as posições doutrinárias que defendem o critério da forma de financiamento da companhia como definidor da condição de companhia aberta ou fechada no Brasil; (b) com o principal objetivo institucional e de política pública que motivou a criação da CVM: a proteção do investidor dos mercados de valores mobiliários; (c) a definição da natureza jurídica da ação como valor mobiliário; e (d) a definição de companhia aberta pelo art. 4º, *caput*, da Lei n. 6.404/76 e a interpretação sistemática de seus parágrafos 1º e 2º, onde fica patente que somente os valores mobiliários de companhias abertas é que serão negociados no mercado e da necessidade de registro prévio na CVM.

Para Modesto Carvalhosa (2009, p. 54) o critério da forma do financiamento para definir se uma determinada companhia é aberta ou fechada no Brasil está previsto no artigo 4º da Lei nº 6.404/76. Segundo este autor:

[c]onceito de companhia fechada [o] critério adotado pela Lei nº n. 6.404, de 1976, é o de financiamento da sociedade. Se esta obtém recursos de capital mediante a subscrição de ações pelos próprios acionista ou por um grupo restrito de pessoas, mediante o exercício do direito de preferência dos acionistas ou de contrato de participação acionária, celebrado com terceiros subscritores, previamente conhecidos, temos uma sociedade fechada. [...] **[c]onceito de companhia aberta** [q]uando, por outro lado, a companhia procura recursos de capital próprio (ações) ou de terceiros (debêntures) junto ao público, oferecendo a qualquer pessoa desconhecida ações e debêntures de sua emissão, temos uma companhia aberta [...] Note-se que o critério de forma de financiamento adotado pela Lei das Sociedades Anônimas não leva em conta o número de tomadores de ações, debêntures e demais títulos ofertados ao público (negritos no original)

Por outro lado, segundo José Romeu Amaral e Erik Oioli (2015), em outros países, tal como Estados Unidos da América e Itália, é adotado o critério da quantidade de acionistas para se definir se uma companhia é aberta ou fechada. Nos EUA, o critério da quantidade de acionistas está previsto na Seção 12(g) do *Securities and Exchange Act*, de 1934, sendo considerada como fechada (*private company*) a sociedade com até 499 acionistas e aberta (*public company*) a sociedade com 500 ou mais acionistas:

(g)(1) Every issuer which is engaged in interstate commerce, or in a business affecting interstate commerce, or whose securities are traded by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce shall—

[...]

(B)

within one hundred and twenty days after the last day of its first fiscal year ended after two years from the effective date of this subsection on which the issuer has total assets exceeding \$1,000,000 and a class of equity security (other than an exempted security) held of record by five hundred or more but less than seven hundred and fifty persons, register such security by filing with the Commission a registration statement (and such copies thereof as the Commission may require) with respect to such security containing such information and documents as the Commission may specify comparable to that which is required in an application to register a security pursuant to subsection (b) of this section⁵.

Ainda segundo estes autores, na Itália, o órgão regulador do mercado de capitais daquele país, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – CONSOB, considera como aberta uma sociedade que tenha mais de 200 acionistas, excetuados os controladores, titulares de pelo menos 5% do capital social⁶.

Veja-se, por exemplo, a "missão" da CVM informada em seu sítio na Internet⁷:

Missão da CVM

Desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários.” (em negrito no original)

Neste sentido, apesar de todas as ações emitidas por sociedades por ações, abertas ou fechadas, terem natureza jurídica de valor mobiliário - por força do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 - como regra geral, apenas estarão sujeitas à competência regulatória da CVM as sociedades anônimas que buscarem acessar a poupança pública por meio de ofertas públicas de valores mobiliários (sejam representativos de capital ou dívida). Ao contrário do que ocorre nas ações emitidas por sociedades anônimas fechadas, as ações emitidas pelas companhias abertas,

⁵ Tradução livre: (G) (1) Todo emissor que esteja envolvido no comércio interestadual ou em um negócio que afete o comércio interestadual, ou cujos valores mobiliários sejam negociados pelo uso de correios ou qualquer meio ou instrumentalidade de comércio interestadual deve-[...] (B) No prazo de cento e vinte dias após o último dia do primeiro ano fiscal encerrado após dois anos da data de vigência desta subseção em que o emissor possui ativos totais superiores a US \$ 1.000.000 e uma classe de título de capital próprio (que não seja um título isento) subscritos por quinhentas ou mais, mas menos de setecentas e cinquenta, pessoas, registrar este valor mobiliário mediante o depósito junto à Comissão de uma declaração de registro (e cópias da mesma que venham a ser exigidas pela Comissão) com respeito a tal valor mobiliário contendo as informações e documentos que a Comissão especificar conforme o que é exigido para o registro um valor mobiliário nos termos da subseção (b) desta seção.

⁶ CONSOB. Regolamento concernente gli emittenti (2004), art. 2-bis:(Definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante)

1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:
a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5% [...].

⁷ Fonte: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf. Acesso em 30.04.2017.

quando analisadas sob a perspectiva do acionista/investidor, terão um peso relativo maior na sua função de produto financeiro e um peso relativo menor na sua função de título de participação.

Vale citar a classificação feita por José Engrácia Antunes (2009, pag. 74) para exemplificar esta possível diferença ontológica da natureza jurídica da ação emitida por uma sociedade por ações aberta ou fechada e, portanto, dentro ou fora do âmbito de incidência das regras impostas pela CVM.

Segundo este autor, a natureza jurídica de “ação” é composta por quatro sentidos, características ou elementos diferentes: (a) participação social; (b) fração do capital social; (c) forma de representação; e (d) produto financeiro. Neste sentido, veja-se que:

o termo ‘ação’ constitui um vocábulo polissêmico, sendo utilizado tradicionalmente pela Lei nº, doutrina e jurisprudência em três sentidos diferentes. Desde logo, por ação entende-se a **participação social** ou ‘socialidade’, ou seja, o conjunto unitário de direitos e obrigações (mas também ônus, expectativas, faculdades e sujeições) de que uma pessoa singular ou coletiva é titular na sua qualidade de sócio de uma sociedade anónima (v.g. arts. 272º, a) 276º, 302º do CSC). Outras vezes, fala-se de ação para designar cada **fração do capital social** das sociedades anónimas e comanditárias por ações: esta acepção transparece exemplarmente do art. 271º do CSC, segundo o qual ‘na sociedade anónima, o capital está dividido em ações’ (cf. também os arts. 272º, a), 276º e 465º, nº 3 do CSC). Finalmente, o termo ação é também frequentemente usado para designar a particular **forma de representação** da participação social, abrangendo simultaneamente a representação cartular (título ou documento de papel) e escritural (registro em conta em suporte informático) (v.g., arts. 274º, 301º, 304º do CSC). [...]

Mas as ações foram ganhando progressivamente um quarto e importantíssimo significado – justamente acolhido no art. 1º, a) do CVM: o de “**produto financeiro**”, ou seja, de instrumento financeiro negociável no mercado de capitais.⁸ (itálicos no original, negritou-se)

Logo, segundo esta classificação, seria possível considerar uma mudança no peso relativo entre os elementos que compõem a definição da natureza jurídica da ação emitida por uma companhia aberta ou fechada. Assim, nas companhias abertas e, especialmente, nas companhias abertas listadas, a característica da ação como um “produto financeiro” de investimento ofertado ao público investidor se sobrepõe à característica da ação como título definidor da participação do sócio em determinada sociedade (ou seja, como um título de “participação social” ou de “socialidade”). Característica que ganha maior peso nas sociedades anónimas fechadas, dado que estas sociedades por ações não recorrem ao público investidor para o financiamento de suas atividades e, portanto, seus acionistas têm um maior conhecimento e vinculação entre si e entre eles e a sociedade⁹.

⁸ No Brasil, a emissão de ações ao portador é proibida pelo artigo 20 da Lei nº 6.404/76, com a redação dada pela Lei nº 8.021, de 1990. A mesma lei revogou o artigo 33 da Lei nº 6.404/76, que tratava das ações ao portador.

⁹ Considerando que as relações entre os acionistas de companhias fechadas são, predominantemente, familiares e muito próximas, a existir o elemento anímico da *affectio societatis*, o Código de Processo Civil admitiu o

3. Oferta pública e oferta privada de valores mobiliários

No item anterior apresentou-se a diferença entre a ação emitida por uma companhia aberta e aquela emitida por companhia fechada, visando identificar um primeiro limite à incidência das regras emitidas pela CVM às sociedades por ações que se caracterizem como companhias fechadas. Contudo, neste ponto do trabalho se buscará analisar outro possível distanciamento entre as sociedades por ações fechadas e as regras expedidas pela CVM: as formas de captação pública ou privada de recursos pela companhia por meio da emissão e distribuição de valores mobiliários.

O fato de uma companhia fechada apenas ofertar privadamente seus títulos representativos de obrigações de pagar quantia certa (títulos de dívida) ou representativos de frações de seu capital social (ações) configura um outro potencial limite na aplicação de regras expedidas pela CVM às sociedades por ações fechadas. Isso porque, mesmo se estes títulos ou ativos financeiros forem valores mobiliários, a falta de recurso ao público investidor tornará dispensável a atuação da autarquia. Diz-se “potencial” limite, porque, conforme se verá abaixo, a alteração do conceito de valor mobiliário e a criação das ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação fizeram com que fosse superada a tradicional *summa divisio* entre, de um lado, (i) as sociedades por ações fechadas e os demais tipos societários e suas ofertas e negociações privadas de valores mobiliários; e (ii) de outro, as companhias abertas e suas ofertas e negociações públicas de valores mobiliários. Desta forma, no estágio atual do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro as regras da CVM poderão incidir sobre as sociedades anônimas fechadas e demais tipos societários em algumas situações específicas.

A atuação da CVM é dispensável nas ofertas e negociações privadas de valores mobiliários realizadas por sociedades por ações fechadas (ou por sociedades constituídas sob os demais tipos societários) por que a Lei nº 6.385/76 estabelece como uma finalidade da CVM a proteção do público investidor adquirente de valores mobiliários. Por outro lado, a autarquia terá o poder-dever de agir e intervir na negociação de um determinado título ou ativo financeiro seja considerado um valor mobiliário e esteja sendo objeto de oferta ou negociação públicas.

ajuizamento de ação de dissolução parcial quando demonstrado por acionista ou acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social que a sociedade não pode preencher o seu fim (art. 599, § 2º) e a liquidação da quota pela sociedade para pagamento do credor particular de acionista (art. 861).

Vale ressaltar que um determinado título ou ativo financeiro pode vir a ser caracterizado como valor mobiliário de duas formas: (a) se estiver listado taxativamente nos incisos I a VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 ou (b) atenda aos requisitos previstos no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 para ser considerado como um valor mobiliário. Veja-se:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei nº:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei nº:

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

Conforme Nelson Eizirik *et al.* (2008), a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, em sua redação original, adotou no supracitado artigo 2º o modelo francês de definição de valor mobiliário. Segundo este modelo, somente se considera um determinado título ou ativo financeiro como valor mobiliário se assim estivesse expressa e taxativamente previsto em lei. Porém, pode-se afirmar que o ingresso no ordenamento jurídico brasileiro da regra prevista no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 mitigou a adoção do modelo francês no Brasil.

Esta mitigação ocorreu, primeiro, por ocasião da entrada em vigor da Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida nas Leis nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, e 10.303, de 31 de outubro de 2001, que utilizou um conceito abrangente de valores mobiliários baseado no modelo norte-americano. Segundo esse modelo adotado, qualquer título ou ativo financeiro que atenda aos critérios previstos em uma cláusula geral serão considerados como valor mobiliário. Desta forma, no atual texto do artigo 2º da Lei nº 6385/76, conforme alterado pela Lei nº 10.303/01, constam no inciso IX todos os elementos desenvolvidos pela jurisprudência americana para definição de um determinado título ou ativo financeiro como valor mobiliário com base na cláusula geral prevista na Seção 2(a)(1) do *Securities Act* americano de 1933. Tal dispositivo do *Securities Act* de 1933 estabelece como conceito de valor mobiliário (*security*):

Security “includes any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing¹⁰. (Grifou-se)

Tendo em vista a abrangência da cláusula geral mencionada acima, coube à Suprema Corte dos EUA definir critérios mais objetivos para definição de um determinado título ou ativo financeiro como valor mobiliário. Estes critérios foram definidos em dois “testes” aplicados pela Suprema Corte no julgamento de dois casos paradigmáticos: os casos *SEC¹¹ x W.J. Howey*, julgado pela Suprema Corte em 1946, e o caso *Reves vs. Ernst Young*, julgado pela Suprema Corte em 1990. À guisa de ilustração, os critérios definidos pela Suprema Corte dos EUA em ambos os casos paradigmáticos (*leading cases*) para que um determinado título ou ativo financeiro possa ser considerado como valor mobiliário (*security*) seguem resumidos na Tabela 1, a seguir:

Tabela 1. Comparação dos conceitos de valores mobiliários no Brasil e nos EUA¹²

Estados Unidos	
<p><i>Reves Test</i> <i>Reves vs. Ernst Young</i> <i>U.S. Supreme Court (1990)</i></p>	<p><i>Howey Test</i> <i>SEC vs. W.J. Howey</i> <i>U.S. Supreme Court (1946)</i></p>

¹⁰ Tradução livre: Valor Mobiliário “inclui qualquer ação, título público, contrato futuro, título, debênture, certificado de endividamento, certificado de interesse ou participação em qualquer contrato de compartilhamento de lucros, certificado de depósito de colaterais, pedido de reserva de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, acordo de voto, certificado de depósito de valor mobiliário, fração de interesse em óleo, gás, ou outros minérios, qualquer opção de venda, compra, opção de compra e de venda, privilégio sobre valores mobiliários, certificado de depósito, ou grupo ou índice de valores mobiliários (inclusive qualquer interesse nestes valores mobiliários), ou qualquer contrato de opção de venda, compra, opção de compra e de venda, negociado em bolsa de valores nacional relativo à moedas estrangeiras, ou, em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente denominado como “valor mobiliário”, ou qualquer certificado, recibo, garantia ou direito de comprar ou subscrever interesse ou participação, inclusive temporariamente, em qualquer dos ativos financeiros mencionados anteriormente.

¹¹ *Securities and Exchange Commission* - SEC, órgão responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários nos EUA.

¹² Tabela comparativa elaborada pelos autores.

<p>1) A motivação das partes (comprador e vendedor do título) na operação foi negociar um investimento ou “comercial”;</p> <p>2) O instrumento é ofertado publicamente para investimento ou especulação; e</p> <p>3) As expectativas razoáveis do público investidor; e</p> <p>4) Se os contratos estão sujeitos a alguma regulação específica que reduza seu risco e torna desnecessária a aplicação do <i>Securities Act</i>.</p>	<p>1) Um investimento em dinheiro foi feito;</p> <p>2) Em um empreendimento comum;</p> <p>3) O investidor tem expectativa de obter lucros;</p> <p>4) Os lucros são derivados de esforços do “promotor” ou de terceiros.</p>
---	---

Brasil

Ativos listados nos incisos I a VIII do artigo 2º da 6.385/76 e “quaisquer outros”

- 1) títulos ou contratos de investimento coletivo;
 - 2) objeto de oferta pública;
 - 3) que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração (inclusive resultante de prestação de serviços); e
 - 4) rendimentos advêm do esforço do “empreendedor” ou de terceiros.
-

Conforme observado na Tabela 1, verificou-se que a inclusão do inciso IX no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, significou a compatibilização no Brasil dos modelos francês (rol taxativo) com o modelo americano (cláusula geral) na definição do conceito do valor mobiliário. Esta inovação legislativa conferiu ao colegiado da CVM, órgão máximo da estrutura institucional da autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários brasileiro, a possibilidade de analisar subjetivamente se determinado título ou ativo financeiro tem ou não as características necessárias para ser considerado um valor mobiliário. Com isso, a CVM passou a ter a

prerrogativa de definir ela própria os limites da sua própria competência regulatória (normativa, executiva e judicante).

Assim, basta que CVM considere que um determinado título ou ativo financeiro atende os critérios previstos no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 para que ele passe a estar sob o âmbito de incidência das regras expedidas pela Autarquia. Esta possibilidade existe ainda se o título ou ativo financeiro em questão tiver sido emitido por uma sociedade anônima fechada ou mesmo por sociedades de outros tipos societários.

4. A nova forma de definição do conceito de valor mobiliário pela CVM e suas consequências

O primeiro caso emblemático de aplicação da nova forma de definição do conceito de valor mobiliário e aumento da competência regularia da CVM foi o julgamento pelo colegiado da CVM do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11.593. Nesse julgamento, a CVM analisou os critérios do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 para concluir que as Cédulas de Crédito Bancário (“CCB”) são valores mobiliários quando emitidas sem coobrigação da instituição financeira credora e objeto de oferta pública e, portanto, estão sob a regulação da autarquia.

Até este julgamento, as CCB eram consideradas como um título de crédito representativo de uma obrigação de pagamento assumida pelo emissor em benefício da instituição financeira credora. Segundo o artigo 26 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que, dentre outras coisas, instituiu as CCB no direito brasileiro, as CCB são “título[s] de crédito emitido[s], por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.”

Tendo em vista que as CCB podem ser emitidas por sociedades anônimas fechadas e demais sociedades de qualquer outro tipo societário (e até mesmo por pessoas naturais) vê-se um caso bastante claro de como as regras emitidas pela CVM podem vir a abranger bem mais do que companhias abertas. Até esta decisão pelo colegiado da CVM as instituições financeiras credoras das obrigações de pagamentos consubstanciadas nas CCB podiam negocia-las sem se preocupar com a necessidade de registro do emissor ou das ofertas públicas nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que disciplina o processo de registro de ofertas públicas de valores mobiliários perante a CVM.

Contudo, em que pese o eventual acerto da decisão sob uma perspectiva de política pública, dado que a atração da competência regulatória da CVM aumenta a proteção do público investidor, a decisão de aumentar sua própria esfera de competência precisa ser analisada e executada com cuidado. Se por um lado, após o registro do emissor e da oferta de determinado título ou ativo financeiro esse é considerado pela CVM como valor mobiliário, por outro o público investidor passa a ter acesso a diversas informações sobre a operação da emissora, das instituições distribuidoras e do risco de crédito do ativo financeiro investido. Por conseguinte, é preciso verificar se ao assim proceder a CVM, entidade da administração pública federal indireta, não estaria usurpando competência regulatória de outros órgãos da administração pública (o Banco Central do Brasil, por exemplo), intervindo desarrazoadamente na esfera privada dos agentes econômicos ou tomando os devidos cuidados na realização de “transplantes” de modelos e institutos jurídicos desenvolvidos em outros países.

O ponto de vista positivo de se considerar um determinado título ou ativo financeiro como um valor mobiliário, reside, por exemplo, na obrigação de o emissor de valores mobiliários registrado perante a CVM ter que prestar anualmente uma série de informações periódicas e eventuais, tais como formulário cadastral atualizado, formulário de referência, demonstrações financeiras, demonstrações financeiras padronizadas – DFP, formulário de informações trimestrais – ITR. Ademais, há a obrigatoriedade da criação de uma Diretoria dedicada exclusivamente à prestação de informações ao mercado e ao público investidor, a Diretoria de Relações com Investidores.

O registro da oferta pública de determinado valor mobiliário também implica na elaboração e disponibilização ao mercado e ao público investidor de uma série de informações sobre o ativo financeiro e sobre a realização da oferta, que devem estar expressa e claramente consignadas no prospecto da distribuição registrado perante a CVM, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003.

Ao analisar a possibilidade de uma CCB ser considerada como valor mobiliário, a CVM cometeu a atecnia de cotejar a emissão e a oferta das CCB e os critérios definidos no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 exclusivamente com base no *Howey Test* (de 1946), sem levar em consideração os critérios definidos no *Reves Test* (1990). Assim, vê-se que a positivação da expressão “*quando ofertados publicamente*” no texto do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, é mencionada no voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto proferido no julgamento pela CVM do Processo Administrativo nº RJ2007/11.593, realizado em 14 de fevereiro de 2008 (CVM, 2008, p. 2), como não tendo similar no conceito norte americano, que serviu de inspiração para o atual conceito brasileiro de valor mobiliário. Neste sentido, veja-se:

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

[...]

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 ...’.”

Outro ponto também decorrente do *Reves Test* e que parece ter sido implementado pela CVM no julgamento do caso analisado, mesmo sem menção expressa, é o critério da “subsidiariedade” da atuação do órgão regulador do mercado de capitais para a proteção da poupança pública e do público investidor em geral e não apenas dos investidores específicos do mercado de valores mobiliários. Este critério, indicado no item “4)” da coluna do *Reves Test* na Tabela 1, determina que um determinado título ou ativo financeiro deverá ser considerado valor mobiliário sempre que tiver possibilidade de atingir um público amplo, atraindo a competência regulatória do órgão do mercado de valores mobiliários (a SEC, nos EUA, e a CVM, no Brasil).

Após a decisão sobre a definição das CCB como valor mobiliário e da verificação da força decorrente da possibilidade de definição dos limites da própria competência, vem sendo possível identificar uma mudança na postura do regulador brasileiro de mercado de capitais, o qual passa a considerar não as características intrínsecas de cada título ou ativo financeiro, ou de seu emissor, para considerá-lo como um valor mobiliário, mas sim a verificação subjetiva da necessidade de proteção de um determinado público-alvo investidor específico como demandante da atuação da Autarquia.

Como exemplo desta mudança de postura, vale citar a alínea “c)” da Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015, onde a Autarquia considerou como contrato de investimento coletivo (valor mobiliário nos termos do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76) a oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos hoteleiros sem qualquer análise detalhada das características dos ativos ofertados frente aos critérios indicados no dispositivo legal (CVM, 2015, p. 1):

c) o mercado brasileiro tem observado o crescimento das ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração seja vinculada à participação nos resultados do empreendimento hoteleiro;

A cláusula geral prevista no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 não deve ser utilizada como um mecanismo para alargar indefinidamente a competência regulatória da CVM

ou reduzir a importância da distinção entre valor mobiliário, títulos de crédito, obrigações de pagar quantia certa, ativos financeiros, etc. Basta considerar, por exemplo, que as ofertas de participação como adquirente-investidor de empreendimentos hoteleiros pode se dar de diversas estruturas jurídicas e simplesmente englobá-las sob a insígnia de “contrato de investimento coletivo” para atrair a regulação da CVM sem uma análise pormenorizada de cada instituto.

Estas oportunidades de investimento são oferecidas atualmente por meio de distribuição de quotas do capital de sociedades limitadas, frações ideais de condomínios edilícios, frações ideais de condomínios civis instituídos sobre unidades imobiliárias, quotas representativas de participações em associações, hotéis ou apart-hotéis, etc. Ou seja, a adoção de critérios elásticos para definição de um valor mobiliário com base no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 teria o condão de alargar a área de atuação e regulação da CVM para muito longe de seu centro atual de regular as negociações de valores mobiliários de sociedades anônimas abertas.

Vale citar, ainda, a lista de valores mobiliários e ativos financeiros passíveis de distribuição por meio de oferta pública com esforços restritos de colocação, nos termos dos incisos I a XIV do art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 476/2009, que contempla a possibilidade de distribuição no mercado de capitais de títulos de crédito e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas que não sejam sociedades empresárias constituídas como companhias abertas: (a) Notas Comerciais e CCBs (que podem ser emitidas por sociedades limitadas); (b) Cédulas de Produto Rural – CPR (que podem ser emitidas por produtores rurais, suas associações e cooperativas); (c) *warrants* agropecuários (que podem ser emitidos por qualquer cooperativa ou sociedade empresária personificada integrante do sistema de armazenagem dos produtos agropecuários); e (d) certificados de depósito de valores mobiliários (que podem ser emitidos por sociedades distribuidoras e corretoras de valores mobiliários constituídas como sociedades limitadas).

O critério da subsidiariedade, conforme adotado no *Reves Test*, determina que um determinado título ou ativo financeiro será considerado como valor mobiliário se não for objeto de alguma regulação específica. Assim, a SEC funciona, naquele país, como uma espécie de regulador e guardião de último recurso à poupança popular. Este critério faz sentido no contexto da regulação do mercado de valores mobiliários norte americano, uma vez que tanto a lei que define os valores mobiliários quanto a estrutura regulatória institucional da SEC têm uma prática consolidada que remonta à década de 1930. Entretanto, na experiência da regulação do mercado de capitais brasileiro, o critério da subsidiariedade vem sendo observado sob o

argumento de proteção da poupança popular mesmo sem a previsão expressa deste critério em Lei ou em regulamentação administrativa expedida pela CVM.

A defesa da poupança pública é um objetivo que deve sempre ser observado pela atuação estatal. No Brasil, ao contrário dos EUA, existe uma lei própria para defesa da poupança pública, a Lei nº 5.768, de 20 de dezembro de 1971, que, dentre outras finalidades, estabelece normas de proteção à poupança popular. Essa é a lei geral que deverá ser aplicada quando for ofertado publicamente um determinado título ou ativo financeiro cuja caracterização como valor mobiliário é incerta.

Desta forma, com fundamento no artigo 7º, inciso III, da Lei nº 5.768/71, dependerá de prévia autorização¹³ do Ministério da Fazenda (e não da CVM)

a venda ou promessa de venda de direitos, inclusive cotas de propriedade de entidades civis, tais como hospital, motel, clube, hotel, centro de recreação ou alojamento e organização de serviços de qualquer natureza com ou sem rateio de despesas de manutenção, **mediante oferta pública e com pagamento antecipado do preço;**
[grifos nossos]

Em atenção à proteção da poupança popular, dispõe o art. 8º da Lei nº 5.768/71 que o Ministério da Fazenda tem competência para exigir prova de capacidade financeira, econômica e gerencial do ofertante, além dos estudos de viabilidade econômica do plano e das formas e condições de emprego das importâncias a receber. No exercício desta competência é facultado à autoridade administrativa fixar limites de prazos e de participantes, normas e modalidades contratuais; limites mínimos de capital social; estabelecer percentagens máximas permitidas, a título de despesas de administração e exigir que as respectivas receitas e despesas sejam contabilizadas destacadamente das demais.

Ainda em prol da tutela da poupança popular, o Conselho Monetário Nacional poderá intervir nas operações dependentes de autorização, para restringir seus limites e modalidades, bem como disciplina-las ou proibir novos lançamentos; exigir garantias ou formação de reservas técnicas, fundos especiais e provisões, sem prejuízos das reservas e fundos determinados em leis especiais. E o Banco Central do Brasil poderá intervir nas entidades autorizadas a realizar as operações e decretar sua liquidação extrajudicial na forma e condições previstas na legislação especial aplicável às entidades financeiras, ou seja, a Lei nº 6.024/74.

¹³ A pessoa jurídica autorizada a realizar operações referidas no art. 7º, que descumprir os termos da autorização concedida ou normas que disciplinam a matéria, ficará sujeita, separada ou cumulativamente, às sanções de: cassação da autorização; proibição de realizar nova operação durante o prazo de até dois anos; sujeição a regime especial de fiscalização; e multa de até 100% (cem por cento) das importâncias, recebidas ou a receber, previstas em contrato, a título de despesa ou taxa de administração (art. 14 da Lei nº 5.768/71).

Ressalta-se que o órgão do Ministério da Fazenda responsável pela aplicação Lei nº 5.768/71 e pela proteção, subsidiária e de último recurso, à poupança popular é a Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE /MF e não a CVM.

5. Conclusão

De todo o exposto, percebe-se que a ampliação do conceito de valor mobiliário pela inclusão do inciso IX no artigo 2º da Lei nº 6.385/76 vem tendo como efeito o alargamento tanto da área de atuação da CVM sobre as sociedades anônimas fechadas e, em alguns casos, afeta sociedades constituídas sob outros tipos, como também atua sobre a esfera de atuação de outros órgãos da administração pública direta ou indireta, tais como a SEAE/MF, nos casos da oferta de participações em empreendimentos hoteleiros. Tudo isso ocorre com base na definição pouco criteriosa e atécnica de que títulos ou ativos financeiros são ou podem ser considerados como valores mobiliários.

Assim, conclui-se que o alargamento do conceito de valor mobiliário dotou a CVM de mecanismos para regular ativos financeiros emitidos e negociados sem os devidos registros, mesmo que tais ativos tenham sido emitidos por companhias fechadas ou sociedades de outros tipos. Tome-se, como exemplo, as CCB's emitidas por sociedades limitadas e as quotas emitidas por sociedades em conta de participação destinadas para viabilizar o investimento em empreendimentos hoteleiros (os chamados "pools" hoteleiros). Contudo, tal alargamento de competências somente será juridicamente válido quando ocorrer sem a usurpação de competências de outros órgãos da administração pública e com a observância de direitos e garantias individuais dos participantes do mercado de capitais brasileiro.

Pode-se verificar que a esfera de abrangência de competência da Autarquia para regular o mercado de valores mobiliários vem sendo alargada por diversos instrumentos diferentes, tais como a expedição de Instruções (caso do *warrant* agropecuário), decisões do Colegiado da CVM (caso da CCB) e deliberações (caso das quotas das sociedades limitadas e em conta de participação constituídas para organizar *pools* hoteleiros). Este aumento desregrado da própria competência pode constituir um fator de insegurança jurídica para os administrados e um instrumento para abusos de autoridade por servidores de demais agentes estatais.

A reflexão base do presente artigo pretendeu contribuir para o esclarecimento da importância do estabelecimento de limites mais precisos para a regulamentação administrativa expedida pela CVM e, por conseguinte, do próprio mercado de valores mobiliários. Neste

sentido, a percepção da extensão do conceito de valor mobiliário e da possibilidade de distribuição pública com esforços restritos de títulos com características significativamente diferentes das ações emitidas por companhias abertas é útil para compreender que o mercado de capitais brasileiro, hoje, tem um núcleo duro e facilmente perceptível e uma área maior e mais cinzenta cujos limites ainda não foram definidos.

Por outro lado, a análise empreendida permite ressaltar, ainda, que a função instrumental do conceito de valor mobiliário de definir a competência do órgão administrativo com poder de polícia e de regulação sobre o mercado pode estar sendo ser juridicamente desvirtuada em um instrumento de ampliação desmedida e atécnica da competência do órgão regulador.

A atuação da CVM como na Deliberação nº 734, de 17 de março de 2015, deixou patente que, na ausência de critérios precisos, o órgão sempre poderá decidir, por qualquer instrumento jurídico que estiver ao seu dispor, se um determinado título de crédito ou ativo financeiro é ou não um valor mobiliário. Esta discricionariedade por razões de conveniência administrativa ou razões de Estado, e não a observância do interesse público de defesa da higidez do mercado de capitais, pode dar margem a eventuais abusos de poderes de política e regulatórios.

Por fim, sugere-se que: (a) seja definido um instrumento jurídico e um devido processo legal único para a finalidade de definição de novos títulos ou ativos financeiros como valores mobiliários; e (b) que este instrumento jurídico preveja que novos valores mobiliários somente sejam definidos por meio da expedição de atos normativos (ou seja instruções) e após a determinação expressa do Colegiado da CVM neste sentido.

6. Referências

AMARAL, José Romeu G., OIOLI, Erik Frederico. O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários. *In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* n. 2. São Paulo: Almedina, 2015, p.139-174.

ANTUNES, José Engrácia. **Os Instrumentos financeiros**. 2.ed. Coimbra: Almedina, 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015, delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deli/anexos/0700/deli734.pdf>>. Acesso em: 10/05/17, pp. 1-8.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ 2007/11.593. Relator Diretor Sérgio Weguelin. Julgamento em 14/02/2008. Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0004/5730-0.pdf> >. Acesso em: 10/05/17, pp. 1-6.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei nº de Sociedades Anônimas**. artigos 1º a 74. 5.ed., 2ª tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009, v.1.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos F. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Editora Renovar, 2008.

GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **A estrutura de capital das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

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**, n. 14, Ano XIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1974, p. 41-60.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. In: **Revista de Administração de Empresas**, v. 25, n. 2, São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1985, p. 37-51.

YAZBEK, Otávio. Em busca de um regime para os *private placements* no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas distribuídas com esforços restritos. In: BOTREL, Sérgio, BARBOSA, Henrique (Coords.) **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016, p. 369-392.