

COMENTÁRIOS AO
TRATAMENTO JURÍDICO
CONFERIDO AOS
INVESTIDORES NO
MERCADO FINANCEIRO E
DE CAPITAIS ENQUANTO
CONSUMIDORES DE
PRODUTOS E SERVIÇOS –
ASPECTOS DO REGIME DO DIREITO
DO CONSUMIDOR APLICÁVEIS
AOS MERCADOS FINANCEIRO E DE
CAPITAIS NO DIREITO BRASILEIRO

ILENE PATRÍCIA DE NORONHA NAJJARIAN*
Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo – USP

RESUMO

O presente artigo tem por escopo demonstrar que a tutela jurídica aplicável ao regime informacional do Direito do Consumidor deveria e poderia ser aplicada, in totum, ao investidor não qualificado tendo em vista a sua costumeira hipossuficiência em relação aos integrantes do mercado financeiro e de capitais.

EXCERTOS

“Pelo artigo 109 da Instrução CVM 409 (que cuida dos fundos de investimento) é um investidor qualificado qualquer pessoa física ou jurídica que possui investimento financeiro em valor superior a R\$300.000,00 (trezentos mil reais) e que ateste sua condição de qualificado mediante termo próprio, de acordo com o anexo 1 da instrução em tela”

“Apesar de a lei autorizar as companhias securitizadoras a emitir outros valores mobiliários, os CRIs (como, abreviadamente, estão designados no jargão do mercado) são valores mobiliários específicos desse setor da economia e são lastreados nos créditos imobiliários que representam as negociações desse ramo de negócio, quase com exclusividade”

“O espírito do legislador, ao enquadrar as cotas de fundos de investimento como valor mobiliário no artigo 2º da Lei 6.385/76, parece indicar que esses títulos nascem em razão de uma composição de carteira que possua outros valores mobiliários, tais como: ações, o direito de subscrição de uma ação, debêntures, bônus etc”

“Assinale-se que a emissão privada, embora seja plenamente viável num processo de recuperação judicial, revela-se, na prática, um tanto difícil, já que achar tomadores de antemão para títulos emitidos por empresa em estado patológico não se afigura uma tarefa simples”

* Outras qualificações da autora

*Professora Universitária de Direito Empresarial na graduação e em pós-graduação.
Procuradora Federal lotada na C.V.M¹.*

I. Considerações introdutórias

A 3ª turma do STJ entendeu que as regras do Código de Defesa do Consumidor no Brasil se aplicam em consórcios somente às relações jurídicas entre o consorciado e a administradora, pois o CDC serve para proteger o consumidor e não pode ser usado para restringir o seu direito.

Irresignado com a decisão do STJ no REsp 1.185.109, o consórcio recorreu, explicando que a modificação das condições do contrato foi necessária para equiparar todos os consumidores que a ele aderiram, sem privilegiar os que quitaram as parcelas antes (de acordo com o artigo 6º, parágrafo V, do CDC).

Quanto à aplicação dos princípios da boa-fé objetiva e da função social dos contratos, a ministra Nancy Andrighi concordou com o posicionamento do ministro Sidnei Beneti, no sentido de que tais princípios não podem ser observados pois não houve impugnação da matéria quanto a esse assunto.

Com a retificação de votos dos ministros Massami Uyeda e Sidnei Beneti, a decisão da 3ª turma foi unânime.

As terminologias anglo-saxônicas “*venture capital*”, “*private equity*”, “*project finance*” e outras similares fazem parte indissociável do mundo empresarial atual, que busca incessantemente proteção para a sua atividade, não somente por meio dos “velhos consórcios”, mas importando institutos de direito alienígena, tal como aconteceu ao introduzir-se no direito comercial societário brasileiro verdadeiras coligações de contratos transformando consuetudinariamente regras mercantilistas.

Lembre-se que a “nova” Instrução da Comissão de Valores Mobiliários, de n. 480, trouxe para o direito comercial brasileiro várias novidades, abandonando-se o conceito de companhia aberta, fixando-se no conceito de “*emissor*” de valores mobiliários *independentemente de seu tipo societário* e da sua situação jurídica econômica, e estabelecendo as categorias distintas de emissores ao criar a dicotomia entre os emissores, ora divididos em categorias “A” e “B” de emissores de valores mobiliários.

Este singelo artigo tem a pretensão de demonstrar que o início da captação de poupança popular em mercado de capitais foi marcado pela presença de sociedades anônimas abertas, e, hoje, por força de outras estruturas de captação, até por força da Instrução CVM 480, adveio maior facilidade na captação de poupança. De outra banda, a nosso ver a proteção ao investidor não qualificado ainda não é suficiente.

II. Dos diferentes tipos de investidores – consumidor

Lembre-se *ab initio* um caso da jurisprudência brasileira envolvendo dano moral caracterizado e que teve de ser indenizado pela instituição financeira. Sentença mantida. Recurso de banco não provido (TJSP – 13ª Câm. de Direito Privado; Ap 0142660-96.2009.8.26.0100-São Paulo-SP; Rel. Des. Heraldo de Oliveira; j. 16/3/2011; m.v.).

Nesse caso verificou-se ser de responsabilidade do banco o talonário de cheques – o cheque é ainda um título de crédito muito utilizado no direito comercial brasileiro. Hoje, com o advento da Lei 10.303/01, os valores mobiliários não mais se limitam àqueles específicos designados na lei e emitidos por sociedades anônimas, não sendo mais fixados em *numerus clausus*, e alguns deles nascem, ou seja, são emitidos como verdadeiros títulos de crédito. Podem, na prática – considerado o amplo espectro dado pelo referido texto legal ao conceito de valores mobiliários, conforme tivemos a oportunidade de assinalar em nossa tese de doutoramento apresentada à USP² –, consistir em qualquer título ou contrato de investimento coletivo que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos não advenham dos esforços do investidor, mas, sim, do empreendedor ou de terceiros.

Nesse passo, os títulos de dívida – valores mobiliários arrolados no bojo de uma outra instrução da CVM, a de número 476 – encontrariam, e disto não se pode olvidar, subsunção em um dos incisos do artigo 2º da Lei 6.385/76, que fornece o elenco dos valores mobiliários do direito brasileiro, sob a *jurisdição*³ da CVM, que poderiam ser emitidos por companhias falidas ou em recuperação judicial.

Seguindo as tendências mundiais, o colegiado da CVM – a nosso ver, com inteiro acerto –, devidamente fundamentado nas disposições constantes dos arts. 4º, incisos II e VI, 8º, inciso I, 19, § 5º, e 21, § 6º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, aprovou a Instrução 480, que cuida, entre outros assuntos, do regime da informação a ser prestada no mercado de capitais, objeto de comentários que, a voo de pássaro, iremos fazer logo mais adiante para entender os diversos tipos de investidores (pois consoante as regras de *suitability descobre-se o perfil do investidor conforme seus investimentos e capacidade para entendê-los e suportá-los*).

Assinale-se, desde logo, que as companhias abertas – sejam elas instituições financeiras ou não –, mesmo quando estejam sob o regime de recuperação judicial, intervenção ou liquidação extrajudicial, ou até mesmo

no da falência, *não deixam de permanecer inseridas no mercado de capitais (até porque a sentença que decreta a falência ou concede a recuperação judicial não tem aptidão para gerar tal efeito), não as eximindo de cumprir seus deveres informacionais*. Muito ao contrário, existe há tempos um regime próprio para tais companhias disciplinado pela CVM (vide, com efeito, a Instrução CVM 202/93 revogada pela atual Instrução CVM 480).

Vejam, pois, trechos da redação da Instrução 480/2010, a qual dispõe sobre as informações a serem prestadas por meio das companhias abertas em recuperação judicial ou falidas, que poderão, eventualmente, realizar ofertas públicas de valores mobiliários, distribuídas com esforços restritos ou não, e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados até mesmo para eventual cumprimento de plano de recuperação judicial. Cumpre, *ab initio*, nesse sentido, lembrar o rol de valores mobiliários, conhecidos como “títulos de dívida”, os quais são passíveis de emissões em planos de recuperação judicial, conforme disposto na Instrução CVM 476, que disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários com “esforços restritos”, a saber:

“Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

§ 1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

I – notas comerciais;

II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;

III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações;

IV – cotas de fundos de investimento fechados; e

V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio.

§ 2º Esta Instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.”

Com efeito, a distribuição pública com esforços restritos de colocação encontra-se delimitada pelas regras contidas no próprio âmbito da Instrução 476, além de estar também adstrita à lista de títulos de dívida – valores mobiliários –, a qual está formulada em *numerus clausus*, isto é, de caráter taxativo, conforme já anteriormente frisado.

Para toda e qualquer investigação sobre o tema, há que se partir do parâmetro estabelecido *pele rol dos valores mobiliários, este sim exemplificativo, isto é, em numerus apertus, consoante se depreende da simples leitura do artigo 2º da Lei 6.385/76*. Vejamos, pois, um a um, ainda que em voo meramente panorâmico, os possíveis valores mobiliários que poderiam ser emitidos durante a implementação de um plano de recuperação judicial, ou até mesmo para agilizar a retirada de uma empresa de seu estado falimentar.

II.1. Investidores com qualificação especial (inciso IV do art. 109 da Instrução CVM 409, de 2004)

Pelo artigo 109 da Instrução CVM 409 (que cuida dos fundos de investimento) é um investidor qualificado qualquer pessoa física ou jurídica que possui investimento financeiro em valor superior a R\$300.000,00 (trezentos mil reais) e que ateste sua condição de qualificado mediante termo próprio, de acordo com o anexo 1 da instrução em tela.

Diante do exposto, para lograr identificar o perfil do investidor (*suitability*) necessário se faz analisar rapidamente algumas das espécies de valores mobiliários mais comuns e que a nosso sentir deveriam ser passíveis de devolução à instituição emissora na hipótese de vício oculto no valor mobiliário (como por exemplo: emissões de valores mobiliários realizadas com balanços incorretos, dados fraudulentos ou manipulados etc.).

Veja-se um pequeno elenco dos valores mobiliários mais comuns no direito brasileiro.

As notas comerciais (“*commercial papers*”). Tais títulos seguem a regra estabelecida pela Instrução CVM 134, que determina, entre outros requisitos, que o seu valor unitário será de, no mínimo, R\$500.000,00 por título. Referida instrução estabelece, ainda, outros requisitos relativos à emissão das notas comerciais.

Assim, as companhias poderão emitir, para colocação pública, notas promissórias que conferirão a seus titulares direito de crédito contra elas.

As notas promissórias circularão por endosso em preto, de mera transferência de titularidade, conforme previsto no artigo 15 do anexo I da Convenção para Adoção de uma Lei Uniforme sobre Letras de Câmbio e Notas Promissórias, promulgada pelo Decreto 57.663, de 24 de janeiro de 1966.

Constará obrigatoriamente do endosso a cláusula “*sem garantia*”, devendo tal condição constar, ainda, necessariamente, do prospecto de lançamento (conforme artigo 22 da I. CVM 134).

Somente poderão efetuar emissões de notas promissórias as companhias que tenham patrimônio líquido igual ou superior a dez milhões de Bônus do Tesouro Nacional para fins Fiscais – BTNF, com base em demonstrações financeiras (artigo 176 da Lei 6.404/76), elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante e levantadas em data que anteceder, no máximo, a três meses do ingresso do pedido de registro na CVM.

Computado o montante de notas promissórias a serem emitidas, o índice de endividamento (passivo circulante mais exigível a longo prazo, dividido pelo patrimônio líquido) não poderá exceder a 1.2.

A cada deliberação de nova emissão de nota promissória, a companhia emissora, para cômputo do limite referido neste artigo, deverá considerar as emissões já deliberadas e ainda não resgatadas.

O limite desse dispositivo da I. CVM 134 não se aplica às emissões ou parcelas da emissão que sejam objeto de: a) linhas de crédito contratadas quando da emissão, concedidas por instituição financeira habilitada e disponíveis, de forma irrevogável e irrestrita, quando do resgate das notas promissórias;

b) seguro de crédito, irrevogável e irrestrito.

Somente poderão colocar notas promissórias as companhias que estiverem em dia com as obrigações contraídas em colocações anteriores de notas promissórias.

O valor nominal da nota promissória, expresso em moeda nacional, não poderá ser inferior a quantia equivalente a 80.000 BTNF, na data da deliberação de sua emissão (estando este valor, hoje, situado em torno de meio milhão de reais).

O prazo de vencimento das notas promissórias, contado a partir da data da emissão, será de:

I – trinta dias, no mínimo, e cento e oitenta dias, no máximo, quando emitidas por companhia fechada;

II – trinta dias, no mínimo, e trezentos e sessenta dias, no máximo, na hipótese de emissão por companhia aberta.

Na data de vencimento, a nota promissória deve ser liquidada.

A sociedade emissora pode, havendo anuência expressa do titular, resgatar antecipadamente as notas promissórias.

O resgate da nota promissória implica a extinção do título, vedada sua manutenção em tesouraria.

A segregação patrimonial constitui árdua etapa nas operações de securitização no Brasil, e obviamente serve para a garantia dos investidores deste tipo de valor mobiliário

As Cédulas de Crédito Bancário. As Cédulas de Crédito Bancário foram disciplinadas no Brasil pela Lei 10.931/04, que prevê dentre outras coisas que “a Cédula de Crédito Bancário representativa de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário em conta corrente será *emitida* pelo valor total do crédito posto à disposição do emitente”. Por força de recente e memorável decisão do colegiado da CVM, tais títulos, quando emitidos com determinadas características, deverão ser considerados valores

mobiliários, consoante as lições do então diretor da autarquia, Marcos Pinto, a saber⁴:

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

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

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

- i. não sejam objeto de oferta pública; ou*
- ii. a instituição financeira permaneça responsável pelo seu 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”).”*

Lembre-se que as CCBs somente podem ser alienadas para um Fundo de Investimento em Direito Creditório (FIDC, veículo de securitização de créditos muito utilizado no Brasil) mediante endosso em preto.

Debêntures não conversíveis e não permutáveis em ações. Tais debêntures, sem sombra de dúvidas, são títulos de crédito, nos termos da célebre definição *Vivantiana*, segundo a qual título de crédito é o “*documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele mencionado*”. Por tratar-se de título de crédito causal, porém, está a debênture necessariamente atrelada à escritura de emissão. Nesse passo, a escritura de uma emissão debenturística, para os fins da Instrução 476, deverá deixar absolutamente transparente que tais debêntures jamais terão o condão de ser convertidas em frações de capital social, ou seja, em ações da companhia que as emitiu.

Certificados de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio. A Lei 9.514/97 disciplinou a securitização de créditos imobiliários, legalizou mecanismos e instrumentos específicos e, ainda, objetivou inequivocamente fomentar esse mercado. Assinale-se, no entanto, não obstante tal *desideratum*, que a securitização imobiliária no Brasil é responsável por parcela pouco expressiva – quiçá até mesmo insignificante – dos recursos necessários ao financiamento habitacional, e, nesse ponto, talvez possa a Instrução 476 viabilizar de modo mais célere e econômico a captação de recursos para tal setor.

Frise-se que a Lei 9.514/97 define a securitização de créditos imobiliários, a saber: “a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante termo de securitização

de créditos lavrado por uma companhia securitizadora, onde constarão todas as informações a respeito da operação em tela”.

Apesar de a lei autorizar as companhias securitizadoras a emitir outros valores mobiliários, os CRIs (como, abreviadamente, estão designados no jargão do mercado) são valores mobiliários específicos desse setor da economia e são lastreados nos créditos imobiliários que representam as negociações desse ramo de negócio, quase com exclusividade. Consoante o artigo 6º da Lei 9.514/97, os CRIs são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, constituindo promessas de pagamento em dinheiro, podendo ser emitidos somente pelas companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

Como já é notório, a segregação patrimonial constitui árdua etapa nas operações de securitização no Brasil, e obviamente serve para a garantia dos investidores deste tipo de valor mobiliário. Assim, a legislação brasileira, a respeito de securitização imobiliária, tratou dessa segregação em dois âmbitos: primeiramente na esfera da companhia incorporadora, antes da securitização; posteriormente no veículo securitizador, emissor dos CRIS, após cedidos os créditos, sendo certo que houve a edição da Medida Provisória 2.221, de 4 de setembro de 2001, que criou a figura do patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias⁵.

Vale salientar, nesse contexto, como espécie de sucedâneo dos CRIs, que as debêntures com valor nominal mínimo de trezentos mil reais também podem ser utilizadas na securitização imobiliária, dependendo, para tanto, da estruturação escolhida na montagem da operação aprovada no plano de recuperação judicial, além de que tal operação ocorra em consonância com as normas da Instrução CVM 476 em tela.

II.2. Outros valores mobiliários passíveis de serem emitidos por companhias em recuperação judicial

Os Fundos de Recuperação Judicial – os quais, na verdade, na prática do ordenamento jurídico brasileiro, são os FIPs – CVM, ou seja, os *Fundos de Investimento em Participação*, denominado por alguns de “*private equity*” regulamentados pela Instrução CVM 391, recentemente alterada pelas Instruções CVM 496 e 498/2011 – formam o mecanismo mais usual e conhecido dos brasileiros de emissões de valores mobiliários em processos de recuperação judicial.

Como corolário da natureza jurídica dos fundos de investimento, seu patrimônio não se confunde ou se comunica com o patrimônio da instituição

que o administra, pertencendo exclusivamente aos seus respectivos cotistas. Logo, a decretação, com base na Lei 6.024/76, do regime de intervenção ou de liquidação extrajudicial da instituição financeira que atue como administradora de fundos de investimento não projeta seus efeitos sobre os cotistas de tais fundos, ou sobre o seu patrimônio.

Consoante o disposto na Instrução 391, não há dúvidas de que o FIP foi modelado para a finalidade de aplicar recursos em empreendimentos que deles necessitem, tais como as recuperações judiciais, oferecendo mecanismos de intervenção na empresa objeto. Veja-se, neste passo, a íntegra do artigo 2º da Instrução em tela:

*“Art. 2º. O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, **participando do processo decisório da companhia investida**, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.*

*§ 1º. Sempre que o fundo decidir **aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.***

§ 2º. A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle,

II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda,

III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

§ 3º. O regulamento do fundo deverá estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo.

§ 4º. As companhias fechadas referidas no caput deverão seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;

III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

§ 5º. O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.

§ 6º. Da denominação do fundo deverá constar a expressão “Fundo de Investimento em Participações”, não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescidos nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo.”

Recorde-se que os fundos de investimento são, assim, **condomínios** constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. São regidos por um regulamento, que pode ser alterado por decisão da assembleia geral de cotistas, a qual, de regra, concentra o poder decisório sobre os mais relevantes aspectos do fundo de investimento.

Ressalte-se que, nos termos do art. 17 da Circular BACEN 2.616/95 e do art. 10, parágrafo único, da Instrução CVM 409/04, as cotas do fundo devem ter seu valor calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira. Muito embora o FIP seja regido por instrução própria – a de n. 391 – e a sua carteira tenha composição definida por regras próprias, o acompanhamento do valor das cotas também deve ser efetivado, nos moldes da Instrução 391.

Para fins de resgate das cotas dos fundos, as regras devem ser as mais claras possíveis e toda a informação deve ser disponibilizada aos cotistas. Sabe-se que, mesmo sendo as cotas consideradas valores mobiliários destinados apenas aos investidores qualificados, poderão surgir diversos óbices operacionais resultantes de dúvidas que alcançam, por vezes, até mesmo os “qualificados” para a realização dos negócios por parte do fundo.

É absolutamente indubitável que os fundos de investimento são, hoje, uma nova modalidade de valor mobiliário, posto que inseridos no rol do artigo 2º da Lei 6.385/76. Os títulos e ações que compõem a carteira do fundo continuam estruturalmente os mesmos, mas funcionalmente passaram a trafegar por vias bem mais largas – como já tivemos a ampla oportunidade de asseverar em outros artigos de natureza acadêmica –, servindo de ativos subjacentes de outros valores mobiliários, que são as cotas propriamente ditas, lançados em parâmetros diversos e sem prazo ou com prazos mais dilatados.

Vale lembrar, adicionalmente, que as cotas dos FIPs também podem ser emitidas e colocadas com esforços restritos com fulcro na Instrução 476, já descortinada anteriormente, desde que direcionadas à venda em mercados regulamentados. Veja-se, a propósito, o artigo 26 da Instrução 391:

“Art. 26. Cotas de FIP somente podem ser negociadas em mercados regulamentados:

I – quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM;

II – quando distribuídas com esforços restritos, observadas as restrições da norma específica; ou

III – quando as cotas já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados.

§ 1º. Podem, ainda, ser negociadas em mercados regulamentados, as cotas emitidas pelos FIP que não se enquadrem nas hipóteses dos incisos I a III do caput, desde que sejam previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto, nos termos da regulamentação aplicável.

§ 2º. Para fins de aplicação do inciso III do caput, somente podem ser negociadas cotas cujas classes já estejam admitidas à negociação, no caso do Fundo:

I – que obtenha apoio financeiro de organismos de fomento;

II – cujo regulamento atribua distintos direitos políticos especiais; ou

III – cujo regulamento atribua distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação de taxas de administração e performance, e respectivas bases de cálculo.

§ 3º. Cabe aos intermediários assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados” (Artigo com redação dada pela Instrução CVM 498, de 13 de junho de 2011 – grifou-se).

O espírito do legislador, ao enquadrar as cotas de fundos de investimento como valor mobiliário no artigo 2º da Lei 6.385/76, parece indicar que esses títulos nascem em razão de uma composição de carteira que possua outros valores mobiliários, tais como: ações, o direito de subscrição de uma ação, debêntures, bônus etc.

III. Da proteção para as negociações com os valores mobiliários emitidos com fulcro na Instrução 476

Consoante as regras da Instrução 476, somente os *investidores qualificados* podem adquirir tais valores mobiliários. Transcreva-se, a propósito, o art. 2º da referida Instrução:

“Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Parágrafo único. Não será permitida a busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores.”

No que diz respeito à redação desse artigo 2º, cumpre destacar que, a nosso sentir, a qualificação de um título como valor mobiliário *não* depende do mercado onde ele é negociado e, muito menos, da mera circunstância de ele ser ofertado publicamente.

Ao contrário, conforme já nos pronunciamos anteriormente⁶, os requisitos necessários à consideração de um título ou contrato de investimento qualquer ser considerado um valor mobiliário, de acordo com o *ordenamento*⁷ jurídico brasileiro, são: a) emissão em massa (tendo em vista a coletividade de investidores); b) fungibilidade (possibilidade de substituição por outros títulos de mesma espécie, quantidade e qualidade); c) negociabilidade (seja no mercado de valores mobiliários ou fora deles); d) caráter de investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração; e) intuito lucrativo; f) existência de interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; g) presença do “aleatório” – figura do risco; e h) direitos e deveres oriundos da relação jurídica não se materializando, necessariamente, com a emissão de título “cartular”, podendo os valores mobiliários ser incorpóreos ou intangíveis⁸.

Diante do recente fenômeno da desmaterialização dos títulos, como já afirmado por outros doutrinadores, este deve ser definido a partir da sua capacidade de “dar identidade ou adjetivar uma coisa, um fato ou uma pessoa, de rotulá-los”⁹.

Com efeito, a emissão de títulos corresponde à sua distribuição, ao seu lançamento a um público determinado ou indeterminado e que pressupõe a sua criação¹⁰. Trata-se a emissão, portanto, de ato posterior à criação (feitura e formalização do título) que se caracteriza pelo lançamento do título em

circulação. A despeito de ser este o sentido técnico-jurídico da expressão, ou seja, de a emissão de títulos significar a sua distribuição aos subscritores (do latim *emissio*, de *emittere*, ou seja, mandar para fora, produzir, lançar), confere-se à emissão na deliberação um sentido lato, de modo a abranger a oferta, ou seja, a proposta que a emissora faz a um público. No caso em tela, para a colocação ser feita conforme os moldes da Instrução CVM 476, os títulos podem ser oferecidos pelo intermediário financeiro para até 50 possíveis compradores investidores qualificados, porém somente 20 investidores qualificados poderão subscrevê-los.

Vale lembrar mais uma vez, neste passo, a diferenciação entre emissão pública e privada, a despeito de não ter a legislação pátria fixado de forma precisa a distinção entre ambas as modalidades. Com efeito, limitou-se ela a estabelecer parâmetros, de caráter exemplificativo, para a caracterização da emissão pública. Sendo assim, será considerada emissão privada, de forma residual, toda aquela que não se enquadre nos moldes utilizados para a caracterização de uma emissão de caráter público. Nesse contexto, à evidência, importa analisar quais seriam os parâmetros ou moldes de uma emissão pública.

É o § 3º do art. 19 da Lei 6.385/76 a regra indispensável a fornecer os primeiros subsídios à caracterização de uma emissão pública, estabelecendo como critério de sua identificação a observância dos procedimentos descritos na seguinte sequência: a) utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; b) procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; e c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Conforme já nos manifestamos anteriormente, o art. 3º da IN 400 da CVM, por sua vez, remenda parte do art. 19 da Lei 6.385/76, complementando-o, de molde a fixar as seguintes diretrizes alternativas ou cumulativas para a aferição de uma emissão pública: a) utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; b) procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada por 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 na instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções

de investimento perante subscritores ou adquirentes indeterminados; c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados (como ocorre no caso em exame); ou d) utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente via 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 por intermédio de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. Note-se a regra de distribuição deste tipo de valor mobiliário conforme os ditames da Instrução CVM 476:

“Art. 3º. Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores qualificados; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados.

Parágrafo único. Fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo.”

Nos moldes do artigo 3º da Instrução em comento, os esforços de colocação *devem ser restritos*, isto é, tais esforços que servem de paradigma para subsumir a oferta em pública ou em oferta privada na Instrução 476 são “*restringidos*”. Todavia, esses critérios, de caráter objetivo, não são os únicos fatores determinantes para a classificação de uma emissão como pública ou privada, sendo necessário analisar outros dois elementos de natureza subjetiva, consistentes na pessoa do “ofertante-emissor” (companhia emissora e outras entidades autorizadas pela CVM) e nos destinatários da oferta¹¹.

O último elemento subjetivo a ser examinado para saber se uma emissão tem caráter público ou privado e, conseqüentemente, se estaria sujeita a regras mais rigorosas da CVM, no sentido de proteger os investidores, é o destinatário da oferta ou da proposta de subscrição. No caso em exame, somente investidores qualificados estão autorizados a comprar esses valores mobiliários/instrumentos de dívida.

A qualificação de um título como valor mobiliário não depende do mercado onde ele é negociado e, muito menos, da mera circunstância de ele ser ofertado publicamente

A oferta com fulcro na Instrução 476 consiste, portanto, numa oferta destinada a um público específico, e este fato, por si só, segundo nosso sentir, teria o propósito de conferir maior segurança jurídica aos credores e aos demais participantes de um plano de recuperação judicial para emissões de companhias em recuperação judicial.

Relembre-se, ademais, que, para a caracterização dessa indeterminação dos destinatários não pode haver nenhum vínculo entre a companhia emissora e os destinatários da oferta. Tal vínculo já estaria configurado, exemplificativamente, naquela situação em que se exigisse que a subscrição fosse integralmente realizada por acionistas da emissora, sendo certo que isso pode acontecer por meio dos planos de recuperação judicial destinados a viabilizar a recuperação por intermédio de emissões de valores mobiliários.

O fato de tais valores mobiliários (emitidos com fulcro na Instrução 476) serem objeto de oferta somente para investidores qualificados não retira o caráter público de tal emissão. É certo que o público destinatário é restrito em virtude de algumas exigências para que se considere um investidor como sendo qualificado. Mas o fato de uma emissão ser destinada exclusivamente a investidores qualificados não desnatura a circunstância de que a oferta continua sendo feita a uma generalidade de pessoas, indeterminadas, as quais deverão ter, no entanto, algumas qualificações predeterminadas. Uma vez apresentadas tais qualificações, poderão os investidores adquirir os títulos, independentemente de quem sejam eles.

Concluindo este raciocínio, pode-se afirmar que, uma vez presentes os elementos subjetivos e objetivos acima mencionados, a emissão será considerada necessariamente pública. Diante da ausência de algum deles, ao revés, a emissão será tida por privada ou particular típica, *private placement*, que não se confunde com a emissão com fulcro na Instrução 476, a qual é pública, conforme visto, porém com esforços restritos.

Assinale-se que a emissão privada, embora seja plenamente viável num processo de recuperação judicial, revela-se, na prática, um tanto difícil, já que achar tomadores de antemão para títulos emitidos por empresa em estado patológico não se afigura uma tarefa simples...

Nesse passo, cumpre ainda frisar que os incisos do artigo 3º da Instrução 476 sugerem ao intérprete que será realizado um processo de *bookbuilding* para, no máximo, cinquenta investidores qualificados; porém, somente vinte poderão adquirir estes valores mobiliários – títulos de dívida, conforme já esclarecido em linhas anteriores¹².

Chama a atenção, entretanto – a merecer comentário adicional – que os fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor *serão considerados como um único investidor*, para os fins dos limites previstos na lei.

Sobreleva assinalar, destarte, que um único gestor de fundos de investimento pode ter, sob sua gestão, vários fundos. Mais de mil carteiras de fundos de investimentos, sob um mesmo comando, exemplificativamente, não terão o condão de multiplicar a condição do seu gestor. Este será considerado um único investidor. Há que se ponderar, contudo, que, ao integrar esses títulos de dívida – valores mobiliários às carteiras de fundos sob a sua gestão –, estará tal gestor repassando o risco desses mesmos papéis para os milhares de cotistas, os quais poderão ser *não qualificados*. Fundos de pensão, por força da regulamentação existente, têm limites para adquirir esse tipo de quotas de fundos que montam suas carteiras com fulcro na Instrução 476.

Veja-se, a propósito, o art. 15 dessa Instrução:

“Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.

Parágrafo único. A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, e apresente prospecto à CVM, nos termos da regulamentação aplicável...”

III.1. Investidores com qualificação especial

Veja-se que o artigo 15, supramencionado, nos remete ao inciso IV da Instrução 409 no que concerne ao conceito de investidor qualificado e, portanto, condensa as regras de qualificações para os efeitos da Instrução 476, determinando, até mesmo, um valor mínimo de aquisição de R\$. 1.000.000,00 (um milhão de reais). Mas, neste passo, cumpre concluir o raciocínio acerca dos fundos de investimento.

O inciso I não deixa dúvida de que os valores mobiliários – títulos de dívida, que poderão ser emitidos também por sociedades limitadas – ou quaisquer outros tipos societários em regime de recuperação judicial ou até mesmo as empresas falidas, independentemente de seu tipo societário, terão o condão de integrar carteiras de fundos de investimentos para investidores não qualificados. Isto significa, portanto, a possibilidade de participação daqueles fundos que costumam até mesmo “sortear um bem: carro, televisão, etc., ao dia” e que, em decorrência de tal procedimento, acabam por atingir grande parte da população de investidores brasileiros, ignaros de que esse tipo

de aplicação financeira não se confunde, evidentemente, com aplicações em cadernetas de poupança e em outros instrumentos de renda fixa.

Relativamente às regras do procedimento de distribuição dos valores mobiliários – títulos de dívida, quadra referir, agora, as disposições constantes dos artigos 5º a 9º da Instrução 476, objeto das considerações seguintes.

“Art. 5º. Exceto nos casos expressamente previstos nesta Instrução, não se aplicam às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003; e

II – demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários específicos.”

Verifica-se, por esse artigo 5º, que a oferta pública com esforços *restritos não será registrada pela CVM*. Tal clareza de propósitos acha-se também descortinada no artigo 6º, *in verbis*:

“Art. 6º. As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.”

Assim, o artigo 6º corrobora o artigo 5º, deixando estreme de dúvidas que a subsunção da emissão pública à regra dos esforços restritos da Instrução 476 tem força jurídica para conceder a dispensa de registro pela CVM que, até a edição da instrução em causa, era conferida casuisticamente.

Veja-se que, caso o emissor se utilize da regra de colocação com esforços restritos e esteja em recuperação judicial, o plano deve estar alinhado com as regras ora reproduzidas, respeitando-se, necessariamente, os prazos entre uma oferta e outra.

IV. Das negociações com os valores mobiliários emitidos com fulcro na Instrução 476/2009

Veja-se, inicialmente, a regra imposta pelo artigo 13 da Instrução sob exame:

“Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor.”

Esse dispositivo – conhecido no jargão do mercado como “cláusula de *lock up*” – determina, na verdade, um período em que o título deve permanecer “encarteirado”, isto é, não poderá ser alienado, devendo permanecer dentro da carteira de investimentos do primeiro adquirente.

As regras desse “lock up” prosseguem nos artigos seguintes, a saber:

“Art. 14. Observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.

Parágrafo único. Caso os valores mobiliários ofertados sejam cotas de fundos de investimento, sua negociação nos mercados de balcão organizado e não-organizado só será admitida se o fundo estiver registrado para funcionamento na CVM.

Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.”

A transmissibilidade do valor mobiliário emitido com fulcro na Instrução 476, como se pôde depreender dos artigos supratranscritos, é mais bem controlada e, a nosso sentir, esse controle tende a facilitar as emissões, colocações oriundas de deliberações em planos de recuperação judicial ou até mesmo em processos falimentares. Ainda assim a proteção ao investidor se faz necessária.

V. Do regime da informação para os emissores em situação especial – em recuperação judicial, falência, ou liquidação extrajudicial

Com o propósito de tentar caminhar em direção às linhas derradeiras deste singelo artigo, cumpre pinçar, agora, o capítulo da Instrução CVM 480, que cuida das informações a serem prestadas por emissores considerados pela CVM como emissores em situação especial. Tal regime de informação acha-se inserido na seção III, subseção I, da instrução em tela, pois a proteção ao investidor-consumidor neste caso deveria ser mais contundente. Veja-se que existe um regime jurídico da informação para que investidores possam experimentar algum tipo de proteção, mas, a nosso sentir, ainda é insuficiente. Eis a regra:

“Seção III

Emissores em Situação Especial

Subseção I – Emissores em Recuperação Extrajudicial

Art. 35. O emissor em recuperação extrajudicial deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, relatórios de cumprimento do cronograma de pagamentos

e demais obrigações estabelecidas no plano de recuperação extrajudicial, em periodicidade não superior a 90 (noventa) dias.

Subseção II – Emissores em Recuperação Judicial

Art. 36. O emissor em recuperação judicial é dispensado de entregar o formulário de referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação.

Art. 37. O emissor em recuperação judicial deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

I – as contas demonstrativas mensais, acompanhadas do relatório do administrador judicial, no mesmo dia de sua apresentação ao juízo;

II – plano de recuperação, no mesmo dia da apresentação ao juízo;

III – decretação de falência no curso do processo, no mesmo dia da ciência; e

IV – relatório circunstanciado apresentado pelo administrador judicial ao final da recuperação, no mesmo dia de sua apresentação ao juízo.”

Para a companhia em recuperação judicial, existe a dispensa da CVM da entrega do formulário de referência até que a companhia seja egressa da situação de recuperação em que se encontrava.

Cumpra, na sequência, observar as regras existentes para as companhias que já se encontram em regime falimentar:

“Subseção III – Emissores em Falência

Art. 38. O emissor em falência é dispensado de prestar informações periódicas.

Art. 39. O emissor em falência deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

I – relatório sobre as causas e circunstâncias que conduziram à situação de falência, no mesmo dia de seu protocolo em juízo;

II – contas demonstrativas da administração, no mesmo dia de seu protocolo em juízo;

III – quaisquer outras informações contábeis apresentadas ao juiz no processo de falência, no mesmo dia de seu protocolo em juízo;

IV – contas apresentadas, ao final do processo de falência, no mesmo dia de seu protocolo em juízo;

V – relatório final sobre o processo de falência, no mesmo dia de seu protocolo em juízo; e

VI – sentença de encerramento do processo de falência, no mesmo dia que dela tomar ciência.”

Note-se que a companhia falida fica dispensada de prestar as informações periódicas, diferentemente da companhia em recuperação judicial, pois esta última fica dispensada tão só da apresentação do formulário de referência.

Idêntica dispensa das informações periódicas existe para as instituições financeiras em regime de liquidação, previsto na Lei 6.024/74, consoante se depreende da leitura das disposições abaixo, a saber:

“Subseção IV – Emissores em Liquidação

Art. 40. O emissor em liquidação é dispensado de prestar informações periódicas.

Art. 41. O emissor em liquidação deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

I – ato de nomeação, destituição ou substituição do liquidante, no mesmo dia:

a) da sua ciência pelo emissor, no caso de liquidação de instituição financeira ou liquidação judicial; ou

b) de sua aprovação pelos órgãos de administração do emissor, no caso de liquidação extrajudicial.

II – quadro geral de credores elaborado pelo liquidante;

III – quadro geral de credores definitivo, no mesmo dia de sua ciência pelo emissor, no caso de liquidação de instituição financeira ou liquidação judicial;

IV – relatório e balanço final da liquidação, com prestação de contas do liquidante;

V – quaisquer outros relatórios, pareceres e informações contábeis elaborados sob a responsabilidade do liquidante; e

VI – ato de encerramento da liquidação, no mesmo dia da sua ciência pelo emissor ou de sua aprovação pelos órgãos de administração do emissor.

Parágrafo único. Os documentos mencionados nos incisos II, IV e V do caput devem ser apresentados no mesmo dia de:

a) sua apresentação à autoridade administrativa reguladora, no caso de liquidação de instituição financeira;

b) sua apresentação aos órgãos de administração do emissor, no caso de liquidação extrajudicial; ou

c) seu protocolo em juízo, no caso de liquidação judicial.”

De acordo com as regras do artigo 44 da Instrução CVM 480, o emissor deve atribuir a um diretor estatutário a função de relações com investidores. Ainda que esse emissor esteja registrado na categoria B (categoria que não pode emitir ações) e esteja em franco processo de recuperação judicial, deve

Os direitos do consumidor deveriam ser estendidos aos investidores dos mercados financeiros e de capitais

o diretor designado para manter relações com investidores diligenciar no sentido de bem atender as regras constantes das instruções da CVM.

Escusava salientar que esse diretor pode exercer outras funções executivas e que o representante legal dos emissores estrangeiros é equiparado ao diretor de relações com investidores para todos os fins previstos na legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

Lembre-se, a propósito, consoante o disposto no § 3º do artigo 44 da Instrução 480 em estudo, que: sempre que um emissor em situação especial tiver seus administradores substituídos por um liquidante, administrador judicial, gestor judicial, interventor ou figura semelhante, essa pessoa será *equiparada* ao diretor de relações com investidores para todos os fins previstos na legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários e, frise-se, para os emissores em situação especial exercem esta função o liquidante, administrador judicial, gestor judicial, interventor ou figura semelhante.

Importa destacar, ainda, que a responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor por eventual violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários.

VI. Conclusão

Sob a inolvidável consideração biangular dos institutos jurídicos, inculpada pelo gênio de Norberto Bobbio – *estrutura técnica*, de um lado, e *função econômica*, de outro – é que o emissor em situação especial (em recuperação judicial, falência ou liquidação) deve pensar e repensar como valer-se da emissão de um valor mobiliário. Impõe-se-lhe identificar, com cuidado, a que fins esse valor mobiliário efetivamente se destina, lembrando-se de que os valores mobiliários, *in casu*, devem ter por escopo básico captar poupança para injetar na sociedade emissora para, a seu turno, investir na companhia em recuperação, falida ou em liquidação. Esse mesmo escopo deve estar presente, também, quer quando for a própria recuperanda, falida ou liquidanda que emite diretamente, quer quando a emissão ocorre por intermédio de uma EPE – Entidade de Propósito Específico, por um FIP – Fundo de Investimento em Participações etc.

Para que a captação de poupança ocorra de maneira transparente e segura, alguns direitos do consumidor devem ser aplicados aos direitos do investidor atualmente existentes, seja por força da regulação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, seja por força de leis esparsas. Os direitos do consumidor deveriam ser estendidos aos investidores dos mercados financeiros e de capitais não somente no campo da informação, a qual é sempre necessária para a tomada de decisão de investimento seguro, mas, a nosso ver, deveria haver a possibilidade de direito de arrependimento e direito de devolução do ativo, valor mobiliário em determinadas hipóteses, sobretudo quando houvesse algum vício na emissão, ou seja, na gênese do valor mobiliário ou durante a sua colocação: erro, dolo coação, simulação ou fraude.

Notas

¹ A autora esclarece que quaisquer opiniões ou conclusões aqui externadas são de sua inteira responsabilidade, não refletindo o entendimento quer da instituição CVM, quer da AGU.

² Cf. *Securitização de Recebíveis Mercantis*, tese de doutorado da autora publicada em 2010 pela Quartier Latin. SP. Brasil.

³ Insiste o professor Newton De Lucca, festejado jurista brasileiro, na inadequação do termo *jurisdição*, no caso, por ser privativo do Judiciário o poder de *dizer o direito*. Apesar de tão respeitáveis considerações de nosso querido e eterno mestre, no entanto, a utilização da expressão no texto principal justifica-se pelo fato de ela constar no próprio texto legal.

⁴ Vide, a propósito, o cuidadoso e bem fundamentado voto do diretor Marcos Pinto no processo CVM n. RJ2007/11.593, *Registro Col. n. 5730/07*, que deu origem à decisão referida no texto principal. Disponível o inteiro teor no *site*: <http://www.cvm.gov.br>

⁵ Foi a partir do rumoroso caso da empresa Encol, em que milhares de famílias foram gravemente prejudicadas pelo desvio de recursos que deveriam ser destinados às obras dos adquirentes de imóveis, por parte da ação irresponsável dos acionistas controladores daquela empresa incorporadora, que o Governo brasileiro editou a referida Medida Provisória, estabelecendo a necessidade de criação de um patrimônio de afetação para maior garantia dos adquirentes de unidades habitacionais.

⁶ Cf. DE LUCCA, Newton e NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *A Oferta Pública de Aquisição de Ações*, in *Direito Societário: gestão e controle*, Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords.), São Paulo: Saraiva (série GVlaw), 2008.

⁷ Não obstante as judiciosas considerações do professor Newton De Lucca a respeito de constituir a palavra *ordenamento* um italianismo, a ela preferindo o vocábulo *ordenação*, tanto a partir de comentário do gramático Napoleão Mendes de Almeida como pela circunstância de que não tivemos *Ordenamentos* manuelinos, afonsinos e filipinos e sim *Ordenações* manuelinas, afonsinas e filipinas, vamos manter a palavra *ordenamento* no presente texto tendo em vista seu uso recorrente pela maioria da doutrina nacional. Veja-se, a título de curiosidade, a argumentação utilizada pelo

referido professor (*Da ética geral à ética empresarial*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 234, nota de rodapé n. 1), *in verbis*: “Contra a quase unanimidade da doutrina nacional, venho me utilizando, invariavelmente, da palavra ordenação jurídica, de todo preferível, a meu ver, à palavra ordenamento jurídico. Com efeito, ela parece mais consentânea com o idioma português, não havendo razão para o emprego do italianismo, conforme já destacado pela autorizada voz do gramático Napoleão Mendes de Almeida. Afinal de contas, nós tivemos as ordenações afonsinas, manuelinas e filipinas e não ordenamentos afonsinos, manuelinos e filipinos...”

⁸ Sobre o conceito de valores mobiliários, sempre recomendamos as lições cf. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano*. Disponível em: <<http://www.obcl.com.br>>. Acesso em: 4 jan. 2005. BULGARELLI, Waldírio. *Títulos de crédito*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 1998. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002; EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 124, p. 72-79, out./dez. 2001. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985. PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 107, p. 123-128, jul./set. 1997. Por seu caráter absolutamente pioneiro, entre nós, vejamos as considerações do professor Newton De Lucca, logo após a edição da Lei 6.385/76, em sua dissertação apresentada para obtenção do título de mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob o título “Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito”, posteriormente publicada pela Livraria Editora Pioneira, São Paulo, 1979.

⁹ MAMEDE, Gladston. *Títulos de crédito*: de acordo com o novo código civil, Lei n. 10.406, de 10-2-2002, p. 23.

¹⁰ Como bem observa Nelson Eizirik: “Inicialmente, críticas têm sido feitas doutrinariamente ao emprego da expressão ‘emissão pública’, uma vez que a emissão designaria apenas o ato de criação dos valores mobiliários. Assim, não existiria a ‘emissão pública’, mas sim a *oferta pública*. Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a *distribuição* dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra ‘emissão’ (do latim *emissione*), ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e a sua introdução no mercado” (EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 83, p. 56, jul./set. 1991).

¹¹ EIZIRIK, Nelson. Emissão de debêntures *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 101, p. 43-4, jan./mar. 1996.

¹² Afirmamos, com efeito, que, conforme os moldes da instrução CVM 476, os títulos podem ser oferecidos pelo intermediário financeiro para até *50 possíveis compradores investidores qualificados, porém somente 20 investidores qualificados poderão subscrevê-los*.

Referências

- COMPARATO, Fábio Konder. In: “Direito Empresarial”, *A reforma da empresa*, São Paulo: Saraiva.
- SADDI, Jairo; PINHEIRO, Armando Castelar. In: *Direito, economia e mercados*, Editora Campus, 2006.
- BLACK, Bernard. “*The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*”, *University of California Law Review*, 48 (2001).
- DE LUCCA, Newton. *Direito & Internet*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- _____. *Da ética geral à ética empresarial*. 1a. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*, tomo LII.
- NAJJARIAN NORONHA, Ilene Patrícia. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v. 1.
- BALBI, Giovanni. In: *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milão, jan./abril de 1964.
- LANCELLOTTI, Renata. In: *Governança corporativa na recuperação judicial*, 2010, Editora Campus Jurídico.