

Mercado de Capitais

Considerações a respeito da Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. Acesso a Esse Mercado e sua Configuração Jurídica. Sistema Distribuidor. Negociação de Títulos e Valores Mobiliários fora das Bolsas de Valores.

Francisco da Cunha Ribeiro *

1. O processo de industrialização do Brasil, iniciado antes da última Guerra e, diga-se de passagem, sem exprimir condição ditada pela nossa evolução histórica, isto é, de cima para baixo, o que vale dizer, sem o atendimento dos seus pressupostos sociais e econômicos, somente no período que se lhe seguiu é que começou, realmente, a projetar-se como força mais expressiva nos quadros da economia brasileira. Até então, a nossa incipiente e não consolidada indústria vivia, praticamente, com recursos próprios, limitando-se a obter, junto a entidades bancárias, créditos a prazo curto, ou seja, créditos destinados à comercialização da produção. Ante a possibilidade de ver comprometido todo um esquema de implantação, com as naturais consequências que daí adviriam, já que os meios, normalmente postos ao seu alcance, quanto ao volume e prazo, eram insuficientes aos grandes investimentos de que carecia, em especial, para

* Da Consultoria Jurídica do Banco do Brasil.

atender aos reclamos, cada vez mais pronunciados, de uma tecnologia altamente dispendiosa e que já vinha operando grandes transformações no campo da produção, voltou-se a indústria, buscando alternativa salvadora, para o mercado de poupanças, a fim de aí obter os recursos a médio e longo prazos que lhe eram imprescindíveis. Sob o impacto dessa força, desse ponderável fator de estímulo que lhe abria novas e promissoras perspectivas quanto a aplicações de maior rentabilidade, além de outras vantagens, inclusive até de ordem psicológica, revelou esse mercado uma potencialidade, sob certos aspectos, imprevisível, sem embargo da presença de uma inflação de crescente intensidade que de resto era, em parte, a resultante da indispensável participação governamental na consecução do objetivo que se perseguia.

Tão amplas se desenhavam as possibilidades de obtenção de financiamento nas condições desejadas, que, como era fácil prever, começaram ao lado de empreendimentos calcados em propósitos construtivos e idôneos com normais possibilidades de êxito, a surgir as iniciativas inspiradas no mais puro aventureirismo, além de visíveis distorções do mercado financeiro, com certos bancos atirando-se a atividades que, como é notório, levaram alguns deles à irremediável situação de iliquidez. Muitas pessoas devem possuir, ainda hoje, ações de companhias que jamais chegaram, simplesmente, a constituir-se. Paralelamente ao desenvolvimento do mercado de capitais, verificou-se, em consequência mesmo desse fato, o aparecimento, como verdadeiros cogumelos, de um sem-número de intermediários, alguns organizados até em empresas com sugestivas denominações, integrando todo um sistema de captação de poupança, mediante a utilização dos mais variados títulos de crédito. Agindo em campo aberto, sem quaisquer limitações de ordem administrativa, de vez que a fiscalização existente, exercida, inicialmente, pelo Ministério da Fazenda e, posteriormente, pela antiga Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, criada pelo Decreto n.º 21.499/32 e reorganizada pelo Decreto-Lei n.º 6.419/44, e pela Superintendência da Moeda e do Crédito, criada esta pelo Decreto-Lei n.º 7.293/45, estava voltada quase que exclusivamente para os bancos de depósito. Gozavam as organizações que operavam no mercado de capitais de completa e nefasta liberdade de ação, apesar da sua indiscutível sujeição, face às atividades que dinamizavam, ao regime jurídico-administrativo estabelecido pelo então vigente Decreto n.º 14.728/21, baixado por força do disposto no art. 5.º do Decreto n.º 4.182, de 13 de novembro de 1920, cujas normas estruturavam o nosso mercado financeiro.

Pròximamente, a falta de efetiva fiscalização, e, remotamente, a ausência de providências legislativas adequadas constituíam-se em instrumentos decisivos na desordem e indisciplina que passaram a imperar no mercado de capitais, levando, conseqüentemente, a desconfiança e o desestímulo aos investidores, que passaram, em conseqüência, a viver situação de completa perplexidade em meio inescrupulosa campanha publicitária que lhes acenava com investimentos altamente sugestivos, capazes de proporcionar rápidos lucros.

2. Esse estado de coisas, evidentemente, não podia continuar, mesmo porque os problemas daí emergentes transcendiam os limites da área econômica pròpriamente dita, para oferecer sérias e compreensíveis implicações sociais e políticas. Revelava-se inconcebível continuasse tão valioso suporte do nosso desenvolvimento entregue à sua própria sorte, isto é, que se procrastinasse na adoção das medidas reclamadas pela conjuntura e pela necessidade de se promover a efetiva integração dos recursos do público na economia nacional. Sem embargo dêses fatores negativos e dessa, digamos, inesgotável capacidade que tem o homem de renovar, em escala surpreendente, as suas ilusões, continuavam os investidores, numa demonstração das amplas possibilidades do mercado, a se mostrar receptíveis às investidas em busca de recursos para investimentos e capital de giro.

3. Visando a eliminar os altos custos operacionais dos intermediários, que, como assinalado, atuavam praticamente livres de quaisquer restrições de ordem fiscalizadora, e, bem assim, para livrar-se dos ônus fiscais, propiciando, destarte, remuneração mais consentânea com a inflação dominante, emprêsas comerciais e industriais começaram a operar diretamente com os mutuantes. Era o mercado paralelo que surgia, com ímpeto surpreendente, estimulado pela inércia do Govêrno, o qual, sòmente em 1963, e assim mesmo de forma um tanto tímida, dando-se conta do que se estava passando e do perigoso quadro que se formava, fêz inserir na Lei n.º 4.242 art. 78), dispositivo exigindo o aval de sociedades financeiras nos empréstimos concedidos com recursos obtidos junto ao público. Até então nada havia, no campo legal, que se pudesse considerar, realmente, importante quanto ao objetivo que as circunstâncias impunham fôsse atingido, o quanto antes, como requisito da consolidação do próprio processo de desenvolvimento. Suscetível de destaque, não contava a nossa legislação com qualquer medida específica do ordenamento do mercado de capitais. O

que existia a respeito estava, em última análise, circunscrito aos Decretos-Leis números 7.583 e 9.603, respectivamente de 25-5-45 e 16-8-46, e a portarias de discutível constitucionalidade, da antiga SUMOC, que regulavam a organização e funcionamento das sociedades de crédito, financiamento e investimentos.

Esses diplomas legais, assinale-se ainda uma vez, foram, na ocasião, objeto de justas censuras, porque criaram, sem qualquer justificativa plausível, um regime jurídico-administrativo especial para as financeiras e entidades especializadas em investimentos, pois como se observou acima, as atividades dessas organizações revestiam características tipicamente bancárias, quer tècnicamente, quer como as concebia a legislação vigente, atendidas, é claro, as suas peculiaridades operacionais. Esse artificialismo legislativo, como era lícito esperar, determinou a situação de conflito que está ocorrendo atualmente, situação marcada pela crescente oposição que as organizações financeiras vêm fazendo aos critérios limitativos das suas atividades.

4. Como se vê, o ideal de se criar um mercado de capitais disciplinado e dinâmico estava longe de se tornar realidade. O que havia era, simplesmente, a sistematização da desordem emoldurando trágico quadro inflacionário, em que pululavam os aventureiros e, a certa altura, com algumas exceções, um número cada vez maior de financeiras atuando sem restrições, estimuladas por uma fiscalização inexistente, ou, pelo menos, inoperante. Não precisamos salientar o que então se passava. Todos temos, bem viva na memória, a euforia que empolgava o País durante o período áureo do desenvolvimento do mercado paralelo e das manipulações em torno de valores mobiliários, em que detentores de poupanças, inclusive os mais modestos, suggestionados pelas elevadas taxas de juros que se lhes ofereciam, não tinham dúvida em entregar as suas economias aos azares de uma situação de previsíveis riscos.

5. Eis, em largos traços, o que se passava antes do advento da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, o tão esperado estatuto básico do nosso mercado de capitais, indiscutivelmente um dos marcos de maior significação que passaram a assinalar o nosso direito. Esse diploma legal, como era plausível supor-se, inovou e alterou a nossa legislação, ao mesmo tempo em que abria novos horizontes às instituições de direito econômico. Penetrando num terreno praticamente inexplorado, sob o signo negativo da

pressão do tempo e da compreensível influência do direito americano, era natural, considerados os complexos problemas que equacionava, nos encontrássemos em face de lei de difícil e mesmo tormentosa exegese, peculiaridade que se torna mais expressiva ante o número crescente de normas administrativas, entre as quais se incluem até circulares e portarias, baixadas sem o atendimento aos ditames de sistematização ou disciplina técnico-jurídica.

6. Excluída a valiosa contribuição de alguns renomados especialistas, não conta, ainda, a nossa literatura jurídica com trabalhos que possam, quantitativamente, ser considerados compatíveis com a importância e atualidade da matéria. Os estudos que têm recebido maior divulgação se restringem, praticamente, à análise da estrutura econômica do mercado de capitais, visando, antes de tudo, a elucidar aspectos, digamos, de ordem prática, concernentes ao desenvolvimento das atividades operacionais que lhe dizem respeito.

O fato, impõe-se reconhecer, é que subsiste, ainda, com relação ao texto legal em tela, tôda uma gama de problemas, cujo exame se torna imprescindível, na medida em que se pretenda constituir repositório doutrinário e jurisprudencial, destinado a evitar distorções, ou, mais precisamente, a preservar o seu sentido socioeconômico e os objetivos almejados com a integração da norma legal no nosso direito positivo.

7. Não buscamos, e nem isso se compreenderia no âmbito dêste trabalho, apreciar e resolver o não pequeno número de questões e dúvidas, que a Lei n.º 4.728 suscita. Dar-nos-emos por satisfeitos, porém, se conseguirmos pelo menos interessar os doutos no estudo de matéria de indiscutível atualidade, seja através da análise global da Lei, seja pelo exame dos diversos ângulos em que ela se desdobra. A meta que buscamos atingir, nesta oportunidade, limita-se ao enfoque, nas suas linhas fundamentais e observada a disposição da matéria adotada pela Lei, do problema do acesso ao mercado de capitais, da sua caracterização jurídica e do sistema de distribuição que lhe é específico.

8. A estrutura do mecanismo destinado a ordenar e racionalizar a utilização dos recursos do público tem, como seu principal suporte, o chamado sistema de distribuição, que é integrado por instituições financeiras devida-

mente autorizadas pelo Banco Central a promover a captação de poupanças e a canalizá-las para quantos delas tenham necessidade, dentro de normas e critérios mais ou menos amplos. São as seguintes essas instituições segundo o disposto no artigo 5.º da Lei n.º 4.728:

- a) Bolsa de Valores e as sociedades corretoras que sejam seus membros;
- b) instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;
- c) sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do artigo 11;
- d) sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do artigo 12.

O simples exame da natureza e objetivos das entidades acima mencionadas permite-nos verificar que nem todas elas exercitam, propriamente, atividades captadoras de recursos do público. É o que se dá, por exemplo, com as Bolsas de Valores e com as sociedades cujo objeto se restrinja à intermediação da colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado, entre as quais se incluem as Corretoras e Intermediadoras. Trata-se de empresas que desempenham, no complexo distribuidor, papel que se caracteriza mais como instrumento de apoio na movimentação do mercado. As Bolsas de Valores, regulamentadas pela Resolução 39 do Banco Central, são sociedades civis, sem finalidade de lucro, que se destinam a promover, através das sociedades corretoras seus membros, a negociação de títulos e valores mobiliários de emissão: a) de pessoa jurídica de direito público; b) de pessoa jurídica de direito privado registrada no Banco Central. Embora em face da Lei esse registro seja facultativo, a Resolução 88 do Banco Central vem de torná-lo obrigatório. Excetuando-se à regra geral, isto é, podem ser negociados fora das Bolsas, embora, como veremos, dentro do sistema distribuidor: a) os valores mobiliários emitidos pelas pessoas jurídicas não registradas nas condições acima; b) quando transacionados fora da cidade em que esteja localizada a Bolsa onde o título seja negociado, desde que o cliente não resida naquela localidade, ressalvadas, todavia, as hipóteses do artigo 60. Essa exceção, cabe assinalar, vem de sofrer modificações com a criação do mercado nacional; c) quando negociados durante o período de vigência do contrato de lançamento e do fundo de

sustentação; d) quando a negociação não envolva apêlo ao mercado de capitais, isto é, seja relativa a transação privada, considerada esta como a não capitulável no artigo 16 da Lei n.º 4.728. Contrariamente ao regime vigente entre nós, nos Estados Unidos, por exemplo, maiores óbices não se oferecem quanto às negociações de que se cuida, as quais podem efetuar-se, livremente, em outro mercado, mercado êsse que se denomina *Over-the-Counter Market*, expressão que Sloan e Zurcher (*Dictionary of economics*, p. 247) definem como sendo, "the purchase and sale of securities outside of organized stock exchanges".

9. Com relação a êsse problema, cabe, finalmente, destacar a sugestão já acolhida pelas autoridades monetárias no sentido de permitir, em determinadas condições, o lançamento de ações no mercado, por intermédio de estabelecimentos bancários, o que vale dizer, à margem do sistema específico de distribuição. Qualquer que seja o prisma por que se venha a considerar êsse objetivo, é de se reconhecer que êle representa, pondo-se de lado os inconvenientes que a sua previsível generalização possa acarretar, um nítido afastamento do princípio da especialização que o legislador deixou bem marcado na Lei, como um dos seus elementos fundamentais, ao criar um mecanismo distribuidor, estruturado de modo a assegurar ampla penetração e cobertura de tôdas as faixas do mercado de capitais. Contrariamente ao que se espera, a contrapartida que a providência adotada irá oferecer é o envolvimento do mercado financeiro e das instituições que nêle atuam em um clima de insegurança e confusão, pois não nos parece admissível supor se possa, sem maiores conseqüências, atingir ponto vital do sistema que alicerça a legislação em vigor.

10. A imposição legal, que torna a emissão de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais privativa das instituições que compõem o complexo distribuidor de que trata o art. 5.º, emana do art. 16, segundo o qual, considera-se emissão, para os fins que menciona, a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários: a) pela sociedade emissora ou coobrigada; b) por sociedades ou empresas que exerçam, habitualmente, as atividades de subscrição, distribuição ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários; c) pela pessoa natural ou jurídica que mantém o contrôlo da sociedade emissora dos títulos oferecidos ou negociados. Parece-nos passível de reparo a classificação que o dispositivo referido nos oferece, ao incluir, como faz o texto na letra *b*, ao lado

das entidades emissoras as organizações que têm por objeto atividade de subscrição, distribuição ou intermediação no lançamento no mercado de valores mobiliários, uma vez que dita atividade, por sua natureza específica, marca a posição daquelas organizações como integrantes do sistema distribuidor, conforme se pode ver nos artigos 5.º, 11 e 12 do diploma legal em tela.

11. Fixado, no seu delineamento básico, o requisito que a Lei consigna em termos de exigência para que possa ter lugar o acesso ao mercado de capitais, a indagação que, desde logo, se impõe ao nosso exame, gira, considerado o aspecto em questão, em torno da configuração jurídica do apêlo àquele mercado, de modo a fixar o limite que separa as emissões de caráter restrito ou particular das que buscam recursos do público. A ninguém ocorre, evidentemente, admitir constitua uma emissão ou negociação de títulos ou valores mobiliários, por si só e para os efeitos da Lei, ato de ingresso no mercado específico. Não há, realmente, justificativa legal para compreensão tão ampla. Para que tal hipótese se verifique, ou mais precisamente, para que os elementos que a definem resultem caracterizados, a Lei n.º 4.728, atendendo a imperativo de uma técnica elaborativa mais apurada, excludente de pesquisas ontológicas e outros recursos a que a falta de clareza nos conduz, adotou critério objetivo, que se exprime na enumeração de uma série de atos que, no seu conjunto, alicerçam, em última análise, um sistema publicitário indicativo do propósito de captar recursos do público. Praticados êsses instrumentos dá conta o art. 16 § 2.º, ou melhor, utilizados êsses instrumentos de penetração no campo da coleta de recursos do público, surge, com a sua contextura juridicamente, definida, o apêlo ao mercado de capitais e, conseqüentemente, a exigência de se utilizar, para os lançamentos que nêle forem feitos de títulos e valores mobiliários, o sistema de distribuição previsto na Lei, sob pena de aplicação das medidas constantes do § 3.º do aludido art. 16, ou seja, a cessação imediata da colocação dos títulos, por imposição do Banco Central, que, para tanto, poderá valer-se de procedimento policial sumário.

12. Finalizando as observações que procuramos desenvolver, dentro dos limites dos problemas que a legislação comentada coloca em plano de debate, temos por oportuno focalizar a questão relativa à negociação de títulos lançados no mercado de capitais e já em poder do público.

Normalmente, tomando-se por base o texto legal e o citado Regulamento, das Bôlsas de Valores, através dessas entidades é que tem lugar a negociação de títulos nas condições acima referidas. Na hipótese, porém, de se tratar de transação compreendida entre aquelas que, excepcionalmente, a legislação permite sejam concluídas fora das Bôlsas, não é diretamente entre as partes detentoras dos títulos que ela se efetiva, e sim, como assinalado no início, também através do sistema distribuidor, excluído, é bem ver, o caso previsto no inciso IV do art. 59, do mencionado Regulamento, já que este tem como pressuposto a emissão de títulos e valores mobiliários não lançados no mercado de capitais.

ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO DE ECONOMIA DA FGV

O Economista brasileiro já pode fazer seu curso de Pós-Graduação no Brasil.

A Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas foi criada para manter cursos de nível internacional, contando com professores nacionais e estrangeiros.

A vantagem é dupla. As deficiências ocasionais na formação profissional são corrigidas e o aluno não se desvincula da realidade brasileira, seu campo prioritário de trabalho.

Os cursos duram dois anos e, anualmente, são fornecidas 20 bôlsas reajustáveis de acôrdo com a alta do custo de vida.

Os candidatos prestam exames em outubro, desde que sejam Economistas formados ou que estejam cursando o 4.º ano de sua Faculdade. No último caso, deverão apresentar certificado de conclusão do curso até janeiro.

Os exames serão realizados em tôdas as capitais de Estados, sendo fornecidas aos aprovados passagens para o Estado da Guanabara. As aulas se iniciam todos os anos no dia 16 de janeiro, estendendo-se até o dia 15 de dezembro, com férias de 30 de junho a 16 de julho.

Maiores informações podem ser obtidas na Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) — Fundação Getúlio Vargas — Praia de Botafogo, 190 — 10.º andar — Rio de Janeiro (GB) — ZC-02.

INTEGRAÇÃO ECONÔMICA

**Obras e periódicos do Instituto para a Integração da
América Latina**

**Manual de Derecho de las Comunidades Europeas
Integración y Formación de Comunidades Políticas
Instituciones y Desarrollo Político de América Latina
Partidos Políticos y Grupos de Presión en la Integración
Europea**

La Unificación de Europa

La Integración Económica de América Latina,

Realizaciones, Problemas y Perspectivas

**Proyectos de Ley Uniforme de Títulos-Valores para
América Latina**

La Union Económica de Europa

Dimensiones Institucionales de la Integración

Latinoamericana

Los Sistemas Fiscales y el Mercado Común

Los Empresarios y la Integración de América Latina

**La República Dominicana y la Integración Económica
de América Latina**

Transporte y Comercio Exterior del Paraguay

Revista de la Integración

Derecho de la Integración

Representante no Brasil — FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

Serviço de Publicações

Praia de Botafogo 188

Caixa Postal 21.120 — ZC-05

Rio de Janeiro — GB