

## NOVOS ASPECTOS DOS VALORES MOBILIÁRIOS NA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES \*

PAULO CEZAR ARAGÃO  
Advogado no Rio de Janeiro

Temos por objetivo proceder a uma análise, de cunho necessariamente sumário, das principais inovações na disciplina dos valores mobiliários, no âmbito da Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404, de 7 de dezembro de 1976).

Pretende-se um exame prático e funcional destes institutos, com especial ênfase nos aspectos que vêm caracterizando a sua utilização concreta no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Inicialmente, contudo, uma palavra deve ser dita a respeito da própria expressão "valores mobiliários", que remonta, como é sabido, à Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965.

Anteriormente, podemos encontrar, nas várias leis e regulamentos que trataram da matéria, diversas expressões de cunho mais ou menos genérico como "papéis de crédito" (Código Comercial, art. 10), "valores comerciais" (Regulamento dos corretores de fundos públicos na Praça da Capital Federal, aprovado pelo Decreto n.º 2.475, de 13 de março de 1897, art. 76), "efeitos comerciais" ou, mais modernamente, "títulos de crédito".

A partir de 1965, pretendeu-se destacar, entre todos os títulos, determinada categoria que, pela sua *fungibilidade*, prestava-se à circulação junto ao público. Para tanto, foi-se buscar, diretamente no direito francês, a expressão "valores mobiliários", que não se ajusta ao conceito de "security" do direito norte-americano, de extensão bem maior, e sem qualquer exigência legal de tipicidade, ao contrário do que sucede no direito brasileiro.

Aceitando assim o conceito francês de "valores mobiliários" como designação genérica de títulos de massa, de características homogêneas e destinados à circulação ampla, os autores do anteprojeto que se transformou na Lei n.º 6.404/76 procuraram disci-

---

\* Texto revisto da palestra proferida em 6 de outubro de 1983 na Faculdade de Direito da USP em Seminário promovido pela ABAMEC-SP e pelo Centro Acadêmico XI de Agosto.

plinar "maior gama de valores mobiliários", a fim de que os mesmos fossem utilizados na medida das necessidades das sociedades anônimas.

Este aspecto merece, a nosso ver, especial destaque: é preciso considerar o processo de reforma legislativa que incluiu a Lei n.º 6.404/76 e também a Lei n.º 6.385/76, que disciplinou o Mercado de Valores Mobiliários e instituiu a CVM, como uma mudança de caráter *qualitativo*, através da qual se buscou dotar a empresa nacional de instrumentos pelos quais pudesse obter, junto aos poupadores, recursos para financiar o seu desenvolvimento.

Tal objetivo, como não poderia deixar de ser, teve de ser desenvolvido em duas frentes: a um só tempo, procurou-se assegurar ao empresário a disponibilidade de um leque de instrumentos diversos para o financiamento do processo produtivo junto ao público em geral (ou para a busca de outros empresários interessados em formas de associação compatíveis com os interesses recíprocos), e procurou-se dotar o investidor de suficiente segurança de que obteria um grau de segurança e rentabilidade compatíveis com as suas perspectivas de investimento e com o grau de risco que aceitasse tomar.

Esta duplicidade de propósitos, por sinal, serve, no âmbito da Lei n.º 6.404/76, tanto às companhias abertas, i.e., aquelas habilitadas à captação da poupança pública, quanto às companhias fechadas, que não possuem tal autorização.

É preciso ressaltar, a esse respeito, que o legislador se defrontava, na reforma da Lei das Sociedades por Ações, com um problema particularmente delicado: estabelecer um regime que servisse, a um só tempo, para a macroempresa e para a pequena empresa que, valendo-se da tradicional ausência de valor mínimo de capital para a constituição de uma sociedade anônima (ou por outra razão qualquer), houvesse adotado a forma jurídica de companhia.

Entre criar dois estatutos jurídicos distintos, que ensejariam certos conflitos interpretativos provavelmente insolúveis, e adotar uma única lei, com alguns dispositivos gerais aplicáveis a qualquer sociedade anônima, e outros instrumentos utilizáveis, facultativamente, pelo empresário, na medida em que a sua companhia viesse a expandir-se, foi adotada a última solução, respeitando-se sempre, no tocante à companhia aberta, determinadas exigências impostas pela necessidade de proteção ao público investidor.

Na verdade, porém, e em qualquer caso, numa época em que se fala, a cada momento, nos insuportáveis níveis a que chegou a taxa de juros cobrada por instituições financeiras, assume papel de relevo a sistemática legal e econômica pela qual, ao menos em princípio, o empresário pode buscar fontes alternativas de recursos.

Nessa linha, e enfatizando a liberdade de organização e financiamento que a Lei n.º 6.404/76 veio a consagrar, diziam os autores do respectivo anteprojeto que se pretendeu "colocar à disposição do empresário maior número de opções na emissão de títulos e valores mobiliários como instrumentos de capitalização da empresa".

Dentro desse contexto precipuamente econômico, deve ser visualizado o variado elenco de valores mobiliários constante da nova legislação societária.

Alguns estudiosos do assunto, talvez ainda aferrados ao direito anterior, que antecedeu o processo de industrialização e desenvolvimento nacionais, foram pródigos em críticas ao novo diploma legislativo, sustentando que nele se encontraria um excessivo número de valores mobiliários, capaz de levar a confusão ao mercado e ao empresariado nacional.

Com maior vigor do que qualquer resposta teórica, a prática de (sete) 7 anos veio a demonstrar cabalmente a injustiça da crítica: o mercado tem recebido bastante bem as inovações e feito uso delas de modo extremamente criativo.

Cabe-nos assim, como dito inicialmente, proceder a um exame sucinto dessas inovações, deixando de lado, vale insistir uma vez mais, tudo aquilo que a tradição do Decreto-Lei n.º 2.627/40 já consagrara, e que foi mantido sem alterações substanciais.

Abordaremos, nessa análise, os seguintes valores mobiliários: a) ações; b) certificados de depósito de ações; c) partes beneficiárias; d) debêntures; e) cédulas pignoratícias de debêntures; e f) bônus de subscrição, respeitando sempre, deve desde logo ser dito, os limites do tempo e, mais do que nunca, da paciência, de todos.

### Ações

Em tese, pouco se poderia esperar de inovação no tocante ao valor mobiliário que representa a participação do investidor na companhia na condição de sócio, e legítima o exercício dos direitos inerentes a tal qualidade.

Entretanto, pode-se dizer desde logo que a nova lei procurou atentar, a um só tempo, para os dois aspectos pelos quais tradicionalmente se manifestam os direitos inerentes ao *status* de sócio de uma companhia: os direitos políticos e patrimoniais.

No que tange, primeiramente, aos direitos chamados políticos, a nova lei, sem sombra de dúvida, reflete o contexto da economia nacional em que se insere, com o surgimento, cada vez mais frequente, das *joint ventures* e de outras formas de associação tornadas necessárias pela escala que os projetos industriais vêm alcan-

quando, e pelo desenvolvimento da moderna tecnologia, frequentemente detida, de forma monopolística, por uma única empresa, que pretende proteger-se, na associação com terceiros, de modo adequado.

Para tanto, foi definitivamente consagrada a possibilidade de se assegurar a determinada classe de ações (ordinárias ou preferenciais na companhia fechada e necessariamente preferenciais na companhia aberta) o direito de eleger em separado os ocupantes de certos cargos dos órgãos administrativos.

É sabido, na prática, que decisões de grande relevo para a vida de uma sociedade anônima não são tomadas, necessariamente, no âmbito de uma assembléia geral, mas sim no dia-a-dia da atividade de sua administração. Para garantir, a determinado sócio, a possibilidade de influenciar em tais decisões de forma significativa, ainda que o mesmo tenha participação minoritária, é suficiente, por conseguinte, que o estatuto torne necessário o voto favorável do diretor eleito pelo sócio minoritário nas ditas decisões, e, simultaneamente, assegure ao dito sócio minoritário o direito de eleger, *em separado*, o mesmo diretor.

Como não poderia deixar de ser, a lei admitiu que a garantia de tais vantagens políticas para certos acionistas se fizesse acompanhar da previsão estatutária de que também determinadas alterações estatutárias (tais como aquelas que visem a suprimir ditas vantagens) só possam ser tomadas mediante a anuência dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Desta forma se faz possível a composição de interesses, na companhia aberta ou fechada, de um número quase ilimitado de investidores que não se contentem, por diversas razões, com a posição passiva de simples interessados na rentabilidade e na liquidez dos valores mobiliários que adquiriram, mas que pretendam tomar parte, de forma maior ou menor, no processo de direção da empresa.

Passando ao terreno dos direitos patrimoniais do acionista, e tomando por base esta mesma distinção entre o acionista-investidor passivo, atento apenas ao retorno de seu investimento, e o acionista-empresário de postura ativa na gestão da empresa, entende-se a permissão, concedida pela lei, para que a sociedade anônima possa emitir ações preferenciais sem direito a voto em número equivalente a 2/3 do total das ações emitidas, quando na lei anterior esse limite era fixado em metade do capital social.

Não se legisla, é forçoso reconhecer-se, apenas para o país que se deseja ter, mas para o país que se tem, com vistas postas, evidentemente, nos objetivos que se pretende atingir.

Assim, se o empresário brasileiro tradicionalmente não admite abrir mão da maioria das ações com direito a voto, era necessário reconhecer-se essa realidade e permitir-se a expansão da empresa nacional, que gera empregos e paga impostos, através de seu financiamento junto ao grande público investidor desinteressado na participação no processo político e no exercício do direito de voto, mediante a emissão de maior número de ações sem direito a voto.

Não existe, por sinal, grande novidade na lei brasileira, pois o próprio direito italiano, que tradicionalmente não admitia as ações sem direito a voto, vem de sofrer radical alteração com a criação das chamadas "azioni di risparmio", ou seja, as ações de poupança, às quais foi retirado o direito de voto, permitindo-se na Itália, como em nosso país, uma definição mais clara das distintas funções no processo empresarial, e conseqüentemente, definindo a responsabilidade pelo controle da empresa na pessoa do titular da maioria das ações votantes.

Neste mesmo terreno acha-se, sem dúvida, uma das mais significativas inovações da Lei n.º 6.404/76, qual seja a possibilidade de que a companhia venha a emitir *ações sem valor nominal*.

Como se sabe, a proibição da emissão de ações abaixo do valor nominal — vigente ao tempo do Decreto-Lei n.º 2.627/40 e ainda hoje mantida em homenagem ao princípio da realidade do capital social — impedia que a sociedade anônima viesse a obter recursos no mercado em fases menos favoráveis, quando as cotações das ações de sua emissão viessem a cair *abaixo* do valor nominal.

De fato, se o investidor pode adquirir ações de uma determinada companhia aberta em bolsa de valores, cotadas abaixo do respectivo valor nominal, evidentemente não terá interesse em subscrevê-las, se lançadas pela companhia com preço de emissão correspondente ao patamar mínimo legal, qual seja o valor nominal, impedindo com isto o processo de capitalização da empresa.

A única solução para o problema, adotada pela Lei n.º 6.404/76 na linha do direito comparado, é a faculdade de a sociedade anônima abolir o valor nominal das suas ações, procedendo à definição do preço de lançamento das novas ações tendo em vista exclusivamente os parâmetros do art. 170, § 1.º, da nova lei, quais sejam as perspectivas de rentabilidade, o valor patrimonial e o valor de mercado, se existente, das ações a serem emitidas.

Na verdade, o nosso mercado de valores mobiliários sempre funcionou atrelado ao mito do valor nominal das ações. Com ele, ocorria uma grave distorção nas análises de investimento feitas pelos leigos pois o investidor não tinha em conta o retorno obtido sobre o total dos recursos aplicados na subscrição de ações, mas

sim o retorno obtido sobre o valor nominal das ações subscritas. Ora, se a partir do advento da Lei n.º 4.728/65 ficou definitivamente aceita a possibilidade de cobrança de ágio na emissão das ações, o exame da rentabilidade do título baseado apenas, como era usual, em um dividendo calculado somente sobre o valor nominal era claramente distorcido.

Com efeito, se uma ação de valor nominal de Cr\$ 1,00 era subscrita a Cr\$ 2,50, em função do pagamento de um ágio, um eventual dividendo fixo de 6% a.a. sobre o respectivo valor nominal não passava, efetivamente, de 2,4% a.a. sobre o valor investido.

A extinção do valor nominal, assim, serve a essa dupla finalidade: torna possível a capitalização da empresa em fase de depressão das cotações de seus títulos e conduz o mercado a uma análise muito mais próxima da realidade econômica.

Merece também referência, ainda no tocante às ações, a previsão, constante da nova lei, de que tais valores mobiliários deixem de ser representados por certificados, transformando-se nas chamadas ações escriturais.

Em uma época como a nossa, onde transferências bancárias de milhões e mesmo de bilhões de cruzeiros são feitas mediante simples impulsos eletrônicos, seria de esperar-se que o *status* de acionista não permanecesse dependendo, necessariamente, da emissão de um certificado, sujeito a extravios e furtos, com complexas conseqüências de ordem judicial.

Admite-se assim, agora, que a propriedade da ação se demonstre, até prova em contrário, mediante o simples registro na conta de depósito de ações, aberta em nome do acionista na instituição depositária indicada no estatuto da companhia, conta essa que será creditada pelas aquisições verificadas e bonificações recebidas, e debitada pelas alienações, resgates ou reembolsos ocorridos.

É desnecessário, no particular, frisar-se o que se pode ganhar de celeridade e segurança com o novo sistema, que já vem sendo adotado por um número significativo de companhias abertas de grande porte (e que é, vale recordar, aplicável também às debêntures).

Ainda no que tange às ações, merece uma palavra a assim chamada *ação resgatável*. Na verdade, como é sabido, toda ação, ordinária ou preferencial, é resgatável, mesmo que não exista previsão a esse respeito no estatuto da companhia e que o resgate tenha sido deliberado pela assembléia geral extraordinária.

Exige-se apenas, como não poderia deixar de ser, que ou se resgate toda uma classe de ações, sem discriminação, ou, no caso de resgate parcial, que esse resgate seja precedido de sorteio entre os titulares de ações da mesma classe.

Evidentemente, o resgate de ações tem caráter de simples eventualidade, pois não poderá ocorrer, se na data prevista a companhia não dispuser de lucros ou reservas livres que possam ser empregados para a efetivação do resgate.

Utilizando essa previsão legal, diversas companhias têm emitido ações preferenciais de classe especial, às quais é assegurado, após certo período, o direito de resgate, se para tanto forem apresentadas pelos seus titulares (que guardam a opção de abrir mão do resgate oferecido e permanecerem acionistas).

Essas ações resgatáveis, que asseguram ao seu proprietário a possibilidade de receber o valor investido em devolução após o transcurso de certo prazo, têm obtido boa aceitação no mercado, na medida em que o valor fixado para o resgate tem correspondido ao valor inicialmente investido, corrigido monetariamente e acrescido de juros, e deduzido apenas do valor dos dividendos pagos no intervalo entre a subscrição e o resgate, que são considerados antecipação do valor de resgate além de ajustado pelas eventuais bonificações concedidas no período.

### *Debêntures*

Pode-se dizer que nenhum dos valores mobiliários previstos na Lei n.º 6.404/76 teve as suas potencialidades tão exploradas na prática quanto às debêntures.

Temos hoje, em circulação no mercado de valores mobiliários, dezenas de emissões de debêntures conversíveis ou não em ações, com juros fixos ou variáveis no curso do tempo, ou mesmo sem juros, com ou sem previsão de reembolso ou resgate, e assim por diante.

Mesmo as chamadas debêntures *perpétuas*, isto é, sem vencimento determinado, e cujo principal só se tornará exigível em caso de dissolução da companhia ou inadimplemento no pagamento dos juros, já foram emitidas por várias sociedades anônimas.

Há ainda previstas na lei, e ao que se saiba apenas em emissões privadas a novidade foi utilizada, as debêntures que asseguram ao credor, em conjunto com os juros (ou em lugar destes últimos), o direito à participação nos lucros da companhia.

Tudo isto se entende, como inicialmente dito, dentro de um objetivo de não limitar nem restringir as diversas opções pelas quais a empresa brasileira pode obter, no mercado de valores mobiliários ou em associações privadas, os necessários recursos para a sua expansão.

Note-se, aliás, que em nenhum outro campo a distinção entre o direito anterior e o vigente é tão clara quanto no que toca às debêntures, antes regulamentadas pelo Decreto 177-A, de 1893, de

extrema e explicável rigidez, na medida em que foi expedido como reação ao encilhamento de 1891.

A própria situação do debenturista, em relação aos demais credores da companhia, sofreu significativa modificação, admitindo-se hoje que as debêntures possam ser emitidas sem nenhuma garantia, representando simples quirógrafos, com garantia real recaindo sobre determinados bens da própria emissora ou de terceiros, com garantia flutuante (i.e., com privilégio geral sobre todos os ativos da companhia), ou mesmo subordinadas ao pagamento de todos os credores e a serem pagas, em caso de falência da companhia, apenas antes dos respectivos acionistas.

Dir-se-á, com certa razão, que estas últimas debêntures deveriam ter pouca ou nenhuma aceitação, na medida em que a prática demonstra que mesmo os credores com garantia real frequentemente deixam de receber o que lhes é devido em caso de falência do devedor, tanto que ao credor com garantia real se antepõem créditos fiscais, trabalhistas, parafiscais e outros mais previstos em leis extravagantes (no sentido mais comum do termo), que tornam vazia de significado a concessão de qualquer privilégio.

A realidade, porém, tem sido algo diversa, pois as debêntures subordinadas são as únicas cuja emissão escapa aos limites previstos na lei para o endividamento da companhia através deste valor mobiliário, sendo oferecida aos credores, em certos casos, garantia fidejussória de outras empresas nacionais e até mesmo de controladoras estrangeiras.

Sempre dentro do mesmo objetivo de flexibilizar ao máximo o uso da debênture como instrumento de captação, a Lei n.º 6.404/76 estabelece, para as companhias abertas, sistemática bastante eficiente pela qual a assembléia geral poderá deliberar apenas as condições *gerais* pertinentes à emissão das debêntures, delegando ao conselho de administração (imperativo em toda companhia aberta) a faculdade de fixar, de acordo com as condições de mercado vigentes no momento da emissão, a taxa efetiva a ser oferecida ao tomador da debênture, e o volume da emissão a ser lançada ao público.

Mais ainda, na medida em que a emissão pode ser dividida em séries, de características idênticas ou não, o conselho de administração da companhia aberta poderá proceder à emissão das debêntures criadas pela assembléia apenas nas oportunidades em que a companhia careça de recursos adicionais, e de acordo com as taxas de juros vigentes no mercado em tais ocasiões.

Isto tem assegurado um grau de agilidade ao processo de lançamento de debêntures extremamente elevado, e que só aumenta na medida em que a própria lei, repetindo o sistema anterior, reconhece explicitamente que as debêntures podem ser lançadas com

tipos diversos ou, em outras palavras, com diferentes valores de integralização em face do valor nominal.

Esse autêntico *deságio* na emissão das debêntures, vedado para as ações mas admitido para títulos que não integram o capital social, tem sido utilizado, inclusive, e a nosso ver de modo absolutamente legal tendo em vista as peculiaridades do caso, para assegurar ao debenturista rentabilidade real superior aos 12% previstos na Lei de Usura.

Tal grau de liberdade, no tocante às emissões destinadas ao público, não poderia deixar de se fazer acompanhar de mecanismos que assegurassem ao investidor o grau necessário de proteção para o investimento realizado: nessa linha, a Lei n.º 6.404/76, mesmo de forma ainda algo imperfeita, instituiu a figura do *agente fiduciário*, representante dos debenturistas junto à companhia emissora, e responsável pela defesa dos interesses dos referidos debenturistas.

O único ponto que merece censura no tocante à disciplina do agente fiduciário é a previsão na lei de que caberá à companhia emissora (i.e., ao devedor), a escolha do representante dos credores, o que se afigura, pelo menos, paradoxal.

Presentemente, a figura do agente fiduciário já foi, por sinal, objeto de regulamentação de parte da CVM, com vistas a definir, de modo mais preciso, as reais obrigações que sobre ele recaem e permitir o desempenho, de forma mais eficiente, de suas funções.

Como se disse antes, a emissão de debêntures tem tido, nos últimos anos, singular desenvolvimento, o que levou, por força da constante mutação das taxas aplicáveis no mercado financeiro, à quase generalização de um procedimento denominado vulgarmente de "repactuação".

Através da mesma repactuação, a companhia, normalmente a cada semestre, estabelece um "prêmio de permanência" para os debenturistas, o que corresponde a um pagamento suplementar de juros sobre o capital mutuado pelo debenturista, de sorte a ajustar a taxa de rentabilidade das debêntures à taxa vigorante no mercado.

Caso, por qualquer razão, o debenturista não se considere adequadamente remunerado com os juros fixados na escritura de emissão, com o acréscimo oriundo do prêmio de permanência definido, a companhia se obriga a adquirir, antecipadamente, pelo valor nominal corrigido, as debêntures emitidas.

Outro aspecto interessante das debêntures, cada vez mais desenvolvido pelo mercado de valores mobiliários brasileiros, é a sua utilização para a captação de recursos a curto prazo. É sabido que, muitas vezes, a debênture é emitida pela companhia com vistas à satisfação de uma necessidade transitória de recursos, que não

justifica a emissão de novas ações e, como direta conseqüência, o aumento permanente do número de acionistas da companhia.

Presentemente, algumas companhias abertas, valendo-se da previsão legal de que podem readquirir antecipadamente suas debêntures por valor inferior ao valor nominal atualizado, têm utilizado de modo bastante freqüente e criativo o procedimento de emitir uma série de debêntures, recomprando-a imediatamente da instituição financeira intermediária, e lançando debêntures no mercado na medida de suas necessidades transitórias de caixa, para recompra tão logo essas necessidades sejam superadas. Como se vê, e em grandes linhas, a companhia emissora obtém financiamentos de curto prazo, de forma extremamente ágil.

### *Partes Beneficiárias*

Um instrumento que ficou indevidamente conotado de forma negativa na tradição jurídica brasileira é a parte beneficiária. Como se sabe, a parte beneficiária surgiu num contexto extremamente desfavorável, em termos de imagem. Com efeito, uma das primeiras vezes em que a parte beneficiária foi utilizada ocorreu quando da construção do Canal do Panamá. E, com todas as associações negativas que até hoje decorrem do dito empreendimento, as partes beneficiárias ficaram vinculadas a operações pouco legítimas, a ponto de se chegar, em determinados países da Europa, a proibir a criação das partes beneficiárias.

Esses títulos, estranhos ao capital social da companhia, sem valor nominal, e que ensejam aos seus titulares o direito eventual de participação nos lucros da companhia até o percentual de 10%, têm grande utilidade em todos os casos onde a contribuição do investidor para o processo empresarial não se adapta aos critérios previstos em lei para a integralização do capital social, casos esses que se tornam mais e mais freqüentes, tais como o domínio de uma tecnologia ou processo de produção.

Na admissão de novos investidores as partes beneficiárias têm, além disso, outra vantagem peculiar, pois a sua criação pela sociedade anônima, de forma absolutamente indiscutível, exclui o direito de retirada, que tanto aflige o empresário.

Erro ou acerto da lei, não cabe discutir, mas o fato é que o legislador propositadamente exclui a criação de partes beneficiárias da relação das matérias previstas no art. 136 da Lei n.º 6.404/76, cuja deliberação pela assembléia geral enseja o direito de recesso.

Assim, e mesmo na companhia aberta com grande número de acionistas, se é necessário o concurso de um investidor que irá contribuir com o seu trabalho ou com determinada aptidão que

Ihe é peculiar, a forma adequada para a remuneração desse investidor será, certamente, a parte beneficiária.

### *Certificado de Depósito de Ações e Cédula Pignoratícia de Debêntures*

Propositadamente reunimos, em um único tópico, esses dois títulos disciplinados pela Lei n.º 6.404/76 e que têm, entre si, uma identidade básica: ambos constituem ativos financeiros baseados na criação de direitos reais de garantia sobre outros ativos financeiros: as ações, no caso do certificado de depósito, e as debêntures, no tocante à cédula pignoratícia.

Em ambos os casos, como não poderia deixar de ser, a estrutura negocial é similar: as ações ou as debêntures, conforme a hipótese, de propriedade de certo investidor, são objeto de um depósito em garantia, sendo emitido um documento representativo dessa garantia, que permite ao seu titular a obtenção de recursos junto ao mercado financeiro.

Não é preciso lembrar que esses títulos se inspiram, muito proximamente, no conjunto *warrant* — conhecimento de depósito de mercadorias em armazém geral, conhecido há quase um século e que já viu dias de grande prestígio.

E, na verdade, tanto quanto ocorria no tocante ao conhecimento de depósito de mercadorias, os valores mobiliários que ora examinamos nada mais são do que outros instrumentos destinados, comô é usual em nossos dias, a permitir a *mobilização* de direitos e a agilizar a sua circulação, ainda que tão-somente a título de garantia.

Não se pode perder de vista, nesse particular, institutos que causariam pasmo aos juristas do século passado, como a cédula hipotecária ou a cédula pignoratícia, e que servem exatamente à mesma finalidade: permitir que o titular de um direito de propriedade venha a caucioná-lo junto a outrem e a obter recursos junto a um terceiro com base na garantia real representada pelos bens ou direitos onerados.

Dentro da mesma linha comum, o certificado de depósito de ações, segundo a lei (que, por sinal, aproxima-se do que já dispunha a Lei n.º 4.728/65), assegurará ao seu titular que a garantia representada pelas ações depositadas e respectivos rendimentos não poderá ser objeto de qualquer tipo de medida de constrição judicial, nem poderão os títulos caucionados ser entregues, sem a devolução do certificado, ao proprietário caucionante (exatamente como sucede com o conhecimento de depósito, se o *warrant* não o acom-

panha). O caucionante, por outro lado, poderá fazer circular o certificado respectivo através do competente endosso.

Em se tratando de um depósito em garantia, só poderiam substanciar essa garantia aquelas ações de formas pelas quais o direito próprio à condição de acionista se acha efetivamente incorporado ao certificado, ou seja, a ação ao portador e a ação endossável, devidamente endossada. Desde que o titular da ação nominativa (e, por maior razão ainda, da ação escritural) prescindir, para que seja reconhecida a sua qualidade, do certificado, esse último nenhum valor teria para a constituição da garantia real mediante simples depósito.

A cédula pignoratícia de debêntures, especificamente, deveria servir, segundo os autores do anteprojeto que se transformou na Lei n.º 6.404/76, como um instrumento adicional para o financiamento de companhias mediante poupanças captadas no mercado de capitais. Para tanto, as instituições financeiras, no papel de intermediárias entre as companhias emissoras e o mercado, poderiam subscrever as debêntures e, quando as condições do mercado não tornassem conveniente a sua distribuição ao público, em função do volume, da rentabilidade ou do prazo de vencimento previsto para as debêntures, as mesmas instituições financeiras poderiam captar recursos no mercado com base nas ditas cédulas emitidas contra o penhor das debêntures subscritas.

Na verdade, porém, a prática tem demonstrado que o certificado de depósito bancário tem cumprido, adequadamente, essa finalidade, prescindindo o seu tomador de qualquer garantia real adicional de que a instituição financeira efetivamente dispõe de ativos que permitam honrar o compromisso de pagamento.

### *Bônus de Subscrição*

Finalmente, vale dizer algumas palavras a respeito dos bônus de subscrição, que representam, em substância, a incorporação a um certificado negociável, do direito a subscrever certo número de ações de uma companhia a um determinado preço, durante dado período.

Esse valor mobiliário, a bem dizer, não é novo, pois a própria Lei n.º 4.728/65 já admitia a cartularização do direito à conversibilidade das debêntures em ações, ainda que sem prever um título autônomo, mas sim um mero cupão anexo às debêntures conversíveis.

Ao que se saiba, porém, na vigência na Lei n.º 4.728/65 apenas uma única vez foi utilizada por uma companhia aberta a possibilidade de incorporar o direito à conversão em ações a um cupão

da debênture, que freqüentemente era, como o facultava a lei, destacado da debênture e negociado separadamente.

Hoje, esse instituto é tratado de forma mais sistemática, e temos o bônus de subscrição como um título suplementar passível de emissão pela companhia para alienação onerosa ou para atribuição, como vantagem suplementar, aos subscritores de emissões de ações ou debêntures, com vistas a facilitar a sua colocação, mediante o oferecimento de vantagens suplementares.

As características da negociação que ao tempo da Lei n.º 4.728/65 se verificavam não eram muito diversas daquelas que, em tese, devem presidir a negociação do bônus de subscrição, título de forte componente especulativo, no melhor — e correto — sentido da palavra.

Com efeito, se, por hipótese, o preço de mercado para a ação de certa companhia é de Cr\$ 20,00 e o bônus de subscrição assegura ao seu titular o direito a subscrever ação da mesma classe ao valor de Cr\$ 25,00 durante um prazo decadencial de três anos, o investidor que se dispuser a adquirir o bônus de subscrição estará especulando com a possibilidade de que, durante aquele triênio, o preço de mercado de ação chegue a mais de Cr\$ 25,00 e a subscrição da mesma, seguida ou não da venda da ação subscrita, venha a representar uma possibilidade de lucro.

Obviamente existem, sob o ponto de vista financeiro, diversos fatores que levam à determinação do valor intrínseco de um bônus de subscrição, tais como a volatilidade da ação a cuja subscrição dá direito (i.e., o grau de rapidez com que as cotações da referida ação costumam alterar-se, em face da média do mercado, pois, se as cotações da ação raramente se alteram, a possibilidade de lucro para o especulador obviamente se reduz); o prazo de duração do direito à subscrição e a taxa de juros vigente no mercado (pois pode ser mais interessante aplicar hoje Cr\$ 20,00 numa caderneta de poupança e aguardar para subscrever a mesma ação daqui a três anos com apenas uma pequena fração do investimento original).

De toda sorte, porém, o mercado para bônus de subscrição é extremamente ativo em outros países, especialmente pelo ganho que pode proporcionar para o investidor de cunho especulativo, no tocante à chamada alavancagem financeira (ou seja, a possibilidade de obter novos recursos com o capital próprio disponível).

De fato, supondo o exemplo antes figurado, se efetivamente a ação ultrapassa o preço de subscrição previsto no bônus e chega a Cr\$ 26,00, o valor de mercado do bônus de subscrição, considerados todos os fatores antes referidos, deverá situar-se em torno de Cr\$ 1,00, que corresponde à vantagem imediatamente realizável

com a subscrição das ações a Cr\$ 25,00 e a sua venda a Cr\$ 26,00, sem considerar as despesas de corretagem.

Ora, se a ação continuar subindo de preço e de Cr\$ 26,00 chegar a Cr\$ 28,00, os acionistas terão obtido, sempre sem considerar os custos de corretagem, um ganho de Cr\$ 2,00 ou cerca de 7,69% apenas.

No mesmo período, e por iguais razões, o bônus de subscrição deverá estar cotado em torno de Cr\$ 3,00 (i.e., a diferença entre Cr\$ 25,00 que é o preço de subscrição garantido do bônus e o preço de mercado de Cr\$ 28,00), e os seus titulares terão obtido, em igual período, um ganho de 200%, o que não é inusitado na experiência norte-americana.

É exatamente essa possibilidade de ganho que tem motivado, nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, o grande desenvolvimento do chamado mercado de opções, que nada mais representam do que o direito à aquisição de uma determinada ação, alienado pelo titular da ação através da bolsa de valores, que se incumbem do depósito da ação a qual o adquirente da opção se qualifica a adquirir, mediante o pagamento do preço de exercício fixado.

Ora, nesse caso do mercado de opções, ganham apenas o titular da ação já emitida e, obviamente, a própria bolsa de valores (ou, mais exatamente, seus corretores), ao passo que, no caso do bônus de subscrição, a própria companhia poderia obter vantagem, através da obtenção de recursos com o lançamento de bônus de subscrição no mercado.

Até presente data, isto ainda não ocorreu, sabendo-se que alguns estudos têm sido feitos a propósito, e tanto quanto outras inovações que não se poderia imaginar que tão rápido se tornassem de uso generalizado, é de se prever que, brevemente, também os bônus de subscrição estarão em prática no mercado.

Não se deve, porém, associar o bônus de subscrição indissoluvelmente à especulação, pois para muitos outros casos o instrumento servirá, tais como para todos aqueles onde, não sendo adequada a opção de compra de ações prevista no art. 168, § 3.º, da Lei n.º 6.404/76, se pretenda assegurar a alguém a possibilidade de participar na valorização ocorrida com as ações de uma determinada companhia, quer subscrevendo ações a preço mais baixo do que o vigente no mercado ou do que o indicado pelo respectivo valor patrimonial, quer alienando onerosamente a terceiros o direito a subscrevê-las.