

Esclarecimento: No acervo de José Luiz Bulhões Pedreira foi encontrado versão inicial e inacabada de livro (datado de 1974) sobre o mercado de capitais, cujo texto permite concluir não ter sido revisto pelo autor. Provavelmente ele não terminou o livro devido à dedicação, junto com o Prof. Alfredo Lamy Filho, do anteprojeto da Lei das S.A. e da reestruturação daquele mercado com a previsão da criação da CVM. O que ele deixou escrito sobre o mercado de capitais naquela versão do livro sem dúvida reflete conceito e a legislação da época. Os organizadores do site entenderam que nele incluir alguns trechos do trabalho pode contribuir para o conhecimento da visão do autor, à época, sobre o mercado de capitais. Abaixo estão transcritos alguns tópicos do trabalho inacabado, mantida a numeração dada pelo autor.

Conceito de Mercado de Capitais

33. Razão de Ordem – As ações até aqui expostas permitem precisar o conceito de mercado de capitais, no sentido em que é empregado pela Lei nº 4.728. Com este fim, analisamos inicialmente os bens que são objeto de troca nesse mercado, para em seguida delimitar as pessoas que formam o mercado, e distingui-lo do mercado monetário.

34. Bens Objeto das Trocas no Mercado – Como qualquer outro mercado, o de capitais é o conjunto das pessoas que se relacionam entre si como alternativas reais de se tornarem participantes em trocas, e o objeto de sua troca (são) quantidades de capital. A sua natureza é a mesma de qualquer outro mercado de bens ou serviços. O que o especifica, e lhe empresta especial importância, é o objeto das trocas que se realizam neste mercado, que são quantidades de capital, e não quaisquer bens ou serviços, diretos ou indiretos.

O objeto das transações nesse mercado não é o capital na sua noção econômica, de bens de produção, de bens indiretos, ou de fator de produção. É o capital na sua noção jurídica, de capital financeiro, ou de quantidade de moeda que são resultado da poupança dos agentes econômicos. Por isso o mercado de capitais também é denominado mercado financeiro. Nessas trocas, a moeda está desempenhando a sua função de instrumento de reserva de valor, exposta no nº 27.

Mas o capital que é o objeto desse mercado, sob a forma de moeda (na sua função de reserva de valor), não é trocado por outras quantidades de moeda, e sim por valores mobiliários, que são os instrumentos jurídicos para as transferências de capital entre os agentes da poupança e do investimento.

Por isso, o mercado de capitais também é denominado de mercado de títulos ou valores mobiliários.

Na análise do processo de formação do capital foi destacada a diferença entre os atos de poupar e investir, praticados por agentes diversos. A troca efetuada no mercado de capitais permite que a poupança formada por alguns agentes econômicos passe à disposição dos empresários, que a transformarão em bens de capital através dos bens de investimento. Essa transferência de capital entre os agentes de poupança e do investimento se processa através da subscrição de títulos ou valores mobiliários. O agente que poupou, e por isso dispõe de uma quantidade de capital em moeda, subscreve valores emitidos pelo empresário, o qual passa a dispor da moeda, que é o instrumento para aquisição dos bens e serviços necessários à criação dos bens de capital.

Nem toda a poupança formada na comunidade é, todavia, aplicada em valores mobiliários. Ela ainda parte da poupança que não é transacionada no mercado de capitais, porque formada e investida pelo mesmo agente econômico, e da poupança transferida para o governo, através de suas contribuições compulsórias, parte da poupança é transformada em investimento, ou aplicada, através de outros negócios jurídicos que não pressupõe a emissão de valores mobiliários. Referimo-nos às aplicações no mercado imobiliário, especialmente sob as formas de incorporação e loteamento, aos planos de capitalização e seguros, às diversas modalidades de loterias e sorteios, e à aquisição de outros direitos patrimoniais que não têm a forma de valores mobiliários (por exemplo: títulos de clube, títulos patrimoniais de participação em hospitais, etc.).

Não obstante, a expressão mercado de capitais em geral é empregada como sinônimo de mercado de títulos ou valores mobiliários, que são os instrumentos jurídicos típicos para circulação dos capitais no mercado. No entanto, a expressão mercado de capitais é mais precisa, pois o título ou valor mobiliário é apenas um instrumento da circulação, e o verdadeiro objeto da negociação são as quantidades de capitais acumuladas, sob a forma de moeda, pelos agentes da poupança.

A Lei nº 4.728, na sua maior parte, se refere ao mercado de capitais como sinônimo do mercado de títulos ou valores mobiliários, mas em seu art. 3º, IV, ao fixar a competência do Banco Central, refere-se, mas

genericamente, à atribuição de manter registro e fiscalizar as operações de sociedades e firmas individuais que efetuem, com qualquer propósito, a captação de poupança no mercado de capitais. Nesse dispositivo, a captação da poupança não está necessariamente ligada à oferta de valores mobiliários, e pode compreender outras modalidades de negócios jurídicos. Essas modalidades, todavia, constituem a exceção, e de um modo geral pode-se dizer que os bens objetos de trocas no mercado de capitais são (a) as quantidades de capital sob a forma de moeda e (b) os títulos ou valores mobiliários.

A grande maioria das trocas efetuadas no mercado são trocas de moeda por valores mobiliários, mas podem consistir também em trocas diretas de valores mobiliários, sem a intermediação de moeda.

35. Mercado de Capitais – Mercado de capitais pode ser definido, portanto, como o conjunto das pessoas que se relacionam entre si com as alternativas reais de se tornarem participantes de trocas de capitais sob a forma de moeda por títulos ou valores mobiliários, ou de trocas desses títulos. Nessa definição, o mercado de capitais coincide com o mercado de valores mobiliários. Na sua noção mais ampla, que compreende as aplicações de capital em outras modalidades de negócios jurídicos, além dos valores mobiliários, o mercado de capital pode ser definido como o conjunto de pessoas que se relacionam entre si com as alternativas reais de trocas de quantidades de capital, sob a forma de moeda, por instrumentos jurídicos de aplicação desse capital, ou de trocas desses mesmos instrumentos jurídicos.

As pessoas que formam esse capital podem ser classificadas em 3 categorias:

- (a) Os agentes da poupança, isto é, os agentes econômicos que, através do ato de poupança, acumulam quantidades de capital sob a forma de moeda. São eles que oferecem no mercado as quantidades de capital a serem trocadas pelos valores mobiliários;
- (b) Os agentes de investimento, ou seja, os empresários que procuram capitais no mercado, sob a forma de moeda, para dispor do poder de comprar os fatores necessários à criação dos bens de capital. São eles que criam e oferecem os valores mobiliários, que são trocados no mercado pelas quantidades de capital;

- (c) Os aplicadores de capital, ou seja, os proprietários de títulos ou valores mobiliários, que os adquiriram dos agentes do investimento, e que os oferecem no mercado para serem trocados novamente por quantidades de capital.

As 3 classes de pessoas que participam do mercado de capitais conduzem a operações de troca entre:

- (a) Os agentes de poupança e de investimento, que trocam quantidades de capital por títulos emitidos por aqueles que vão transformar esse capital em investimento;
- (b) Entre o agente da poupança e o aplicador de capital, quando o valor mobiliário que é trocado pela quantidade de capital não resulta de uma emissão do próprio agente de investimento, mas já foi anteriormente objeto de transação no mercado;
- (c) Entre dois aplicadores de capital, na hipótese de trocas de títulos mobiliários já em circulação no mercado; e
- (d) Entre o aplicador de capital e um agente de investimento, quando este realiza emissão de títulos no mercado para sua troca por outros títulos já em circulação.

No conceito de mercado de capitais aqui exposto, que é o sentido em que é empregado pela Lei nº 4.728, o mercado é concebido como o conjunto das pessoas que participam das trocas e quantidades de capital ou de valores mobiliários, e não como local em que essas trocas se realizam. Nesse último sentido, o local de trocas significaria o recinto da Bolsa de Valores, e não o conjunto dos agentes da poupança e do investimento, e dos aplicadores, tal como aqui definido.

A delimitação territorial do mercado, em função das pessoas que dele participam, depende das relações em que entre elas se estabelecem, como alternativas reais nas trocas desse mercado. Na realidade, embora em geral pensemos em termos de um mercado nacional de capitais, estar sujeito à mesma disciplina jurídica, nem todas as pessoas que se encontram no território nacional se relacionam entre si como participantes do mercado de

capitais, e esse mercado não apresenta unidade, mas antes resulta da abstração de vários mercados metropolitanos ou regionais, nos quais se concentram as trocas de capital. Além disso, é possível também falar-se em mercados de capitais especializados em função de diferentes modalidades de valores mobiliários, como o mercado de ações e de títulos de renda fixa, o mercado de títulos de crédito a médio e longo prazo.

36. Mercado Primário e Secundário de Valores Mobiliários – Já foi destacado que as trocas no mercado de capitais não se realizam exclusivamente entre os agentes da poupança e do investimento, mas participam também desse mercado os aplicadores de capital. Circulam no mercado tanto os valores mobiliários em novas emissões, quanto os emitidos no passado, e que já se encontram no patrimônio dos aplicadores de capital. Por isso, nem toda troca de valores mobiliários no mercado traduz a transferência de capital dos agentes da poupança para os empresários, que são os agentes de investimento. Somente na emissão original de títulos há esta transferência de capital para os empresários, que são os investidores, no sentido econômico de formação do capital. A troca, no mercado, de um valor mobiliário que é subscrito no passado não promove a transferência de poupanças para o empresário emitente do título, e, por conseguinte, não constitui modo de transformação da poupança em investimento. Nessa hipótese, há apenas uma modificação na constituição do patrimônio das pessoas que participam da troca: o adquirente do título substitui (em seu patrimônio) moeda pelo valor mobiliário, e o que vende o título, substitui este por moeda.

Esta distinção quanto ao significado econômico das trocas que se processam no mercado fundamenta a sua divisão no mercado de valores mobiliários em primário e secundário. Mercado primário é o que tem por objeto a subscrição de emissão de títulos, isto é, a entrada em circulação, no mercado, de novas quantidades de títulos emitidas pelos agentes do investimento. O mercado secundário é o que tem por objeto os valores mobiliários já emitidos e subscritos no passado.

Note-se, entretanto, que às vezes a expressão mercado primário é utilizada como o mercado de novas emissões, no conceito legal, que é um pouco mais amplo que o econômico, pois compreende as emissões

secundárias, isto é, a oferta pública de títulos promovida pela pessoa que controla a sociedade emitente, ou pelos que exploram a atividade de subscrição para revenda. (vide nº)