

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Karina Cardozo de Oliveira

Empréstimo de ações no direito brasileiro

A proteção jurídica do investimento privado no mercado de capitais

Mestrado em Direito

São Paulo

2015

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Karina Cardozo de Oliveira

Empréstimo de ações no direito brasileiro

A proteção jurídica do investimento privado no mercado de capitais

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Fábio Ulhoa Coelho.

São Paulo

2015

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Karina Cardozo de Oliveira

Empréstimo de ações no direito brasileiro

A proteção jurídica do investimento privado no mercado de capitais

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Fábio Ulhoa Coelho.

Aprovada em: ____/____/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho (Orientador)

Instituição: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura _____

Julgamento: _____

Para os meus amados pais, João e Fátima, que me ensinaram as mais importantes lições e, especialmente, o valor da educação.

AGRADECIMENTOS

Como não poderia ser diferente, meu agradecimento inicial é voltado àquele que, desde os tempos da graduação, tem me motivado a prosseguir a carreira acadêmica no Direito Comercial: meu orientador, Prof. Fábio Ulhoa Coelho. Obrigada por me aceitar, pela segunda vez, como sua orientanda. Estou certa de que a sua atenção, sua disponibilidade e suas sugestões foram essenciais para a preparação desta dissertação.

Agradeço, ainda, ao Prof. Ivo Waisberg, corresponsável pela minha empreitada acadêmica, pelas enriquecedoras sugestões e críticas no decorrer do mestrado e, inclusive, na minha banca de qualificação.

Às queridas Eliana Ambrósio Chimenti e Alessandra de Souza Pinto, com quem tenho o prazer de conviver e trabalhar há quase sete anos, por dividirem comigo o profundo conhecimento que possuem em mercado de capitais e me apoiarem constantemente durante o mestrado.

À equipe da biblioteca do Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, meu muito obrigada pela inestimável ajuda na procura do material necessário para desenvolver este estudo.

À minha amada avó, Benedita de Oliveira Freitas. Na sua simplicidade, as mais bonitas palavras de apoio foram ditas.

Aos meus pais, João Cardozo de Oliveira Neto e Antonia de Fátima Freitas Cardozo de Oliveira. Vocês são meus exemplos de vitória e esforço. Obrigada pelo carinho e amor de sempre. Sem o incentivo de vocês nada disso seria possível.

Aos amigos Ana Carolina Victalino de Oliveira, André Politi Esposito Gomes, Aline Meirelles Bernardes, Caroline Junqueira Ortiz Jones, Natália Lopes Costa, Paula Corrêa Cortado, Rafael Helou Bresciani, Regina Mauá Nunes, Ricardo Victalino de Oliveira, Vivian Fridman e William Half Rizzi Cavalcante Sá. Muito obrigada pelas contribuições e opiniões tão valiosas e, ainda mais importante, pelo apoio e palavras de conforto durante toda essa jornada.

Agradeço, ainda, à ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais pela concessão do XI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais. Sem dúvida alguma, iniciativas como essas são de extrema relevância para fomentar a pesquisa sobre mercado de capitais no Brasil.

Putting people into homes, though a desirable goal, shouldn't be our country's primary objective. Keeping them in their homes should be the ambition.

(Colocar as pessoas dentro de casas, apesar de um objetivo desejável, não deveria ser o principal objetivo de nosso país. Mantê-los nas casas deveria ser a ambição).

Warren Buffet.
(Carta aos acionistas da Berkshire Hathaway Inc. referente ao resultado de 2008. Disponível em: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>. Acesso em: 21 out.2015).

RESUMO

O intuito deste trabalho é apresentar e resolver as principais questões jurídicas envolvendo uma operação cuja prática é de extrema relevância para impulsionar a efervescência e a liquidez do mercado de capitais brasileiro: o empréstimo de ações. Buscamos, inicialmente, abordar o desenvolvimento deste mercado, desde os primórdios até os dias atuais, no intuito de contextualizar o meio em que se insere a operação aqui estudada. Em seguida, verificamos os principais conceitos inerentes às ações, que são, por sua vez, objeto do empréstimo em questão, e concluímos que, em razão da homogeneidade dos direitos e características de uma determinada espécie ou classe de ação, poderíamos, a nosso ver, entendê-las como bens fungíveis. Essa conclusão importou para o desenvolvimento da nossa teoria acerca da natureza jurídica do empréstimo de ações, que foi por nós classificado como um mútuo. Adiante, analisamos as principais características do contrato de empréstimo de ações, de acordo com a doutrina civilista, e a operacionalização tanto na sua forma privada como também registrada no sistema BTC. Nesse sentido, dedicamos especial atenção ao contrato de empréstimo de ações celebrado no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações. Por fim, verificamos o impacto do empréstimo de ações sobre a titularidade dos direitos de acionistas – tanto os direitos essenciais, como o direito de voto e o direito de participar em oferta pública de aquisição de ações – em cada tipo de operação. Concluímos que, nos empréstimos privados, todos os direitos são transmitidos ao tomador do empréstimo, exceto se houver disposição específica contrária no contrato celebrado entre as partes. Já em relação aos empréstimos registrados, o direito de preferência na subscrição de novas ações, debêntures conversíveis e bônus de subscrição, bem como o direito de participar nos lucros da companhia emissora são mantidos com o doador, uma vez que a BM&FBOVESPA viabiliza o seu exercício. Esta dissertação insere-se na linha de pesquisa “Efetividade do Direito Privado e Liberdades Civis”, desenvolvida pelo Programa de Estudos Pós-graduados em Direito da PUC-SP e no projeto de pesquisa “Proteção Jurídica do Investimento Privado”.

Palavras-chave: Empréstimo de ações. Aluguel de ações. Titularidade dos direitos dos acionistas. Fungibilidade da ação. Efetividade do Direito Privado e Liberdades Civis. Proteção Jurídica do Investimento Privado.

ABSTRACT

The purpose of this study is to present and resolve the main legal issues related to a transaction whose practice is of extreme importance to boost the effervescence and the liquidity of the Brazilian capital markets: the stock lending. Initially, we intended to address the development of such markets, since the beginning until the present moment, in order to have a historical background over the environment that the herein studied transaction integrates. Subsequently, we verified the main concepts related to the shares, which are the object of the stock lending, and concluded that due to the homogeneity of the rights and characteristics of a certain type or class of share, in our view, we may consider them as fungible assets. Such conclusion mattered to the development of our legal nature theory over the stock lending, which we classified as a loan. Further on, we analyzed the main characteristics of the stock lending agreement, in accordance with our civil doctrine, and its establishment as a private agreement and as an agreement registered in BTC system. In this respect, we gave special attention to the stock lending agreement executed under share public offerings. Finally, we verified the impact of the stock lending on the entitlement of shareholders rights – the essential rights, the voting right and the right to participate in a public acquisition offering – in each type of transaction. We concluded that, in the private agreements, all rights are transferred to the borrower, unless otherwise provided by the agreement entered between the parties. In the registered stock lending, the preemptive right for the subscription of new shares, convertible debentures and subscription bonuses, as well as the right to participate in the company's profits remain with the donor, considering that the BM&FBOVESPA facilitates its exercise. This dissertation integrates the line of research “Effectiveness of Private Law and Civil Liberties”, developed by the Post-Graduate Program in Law Studies of PUC-SP and the research project “Legal Protection of Private Investment”.

Keywords: Stock lending. Stock rental. Entitlement of shareholders rights. Fungibility of shares. Effectiveness of Private Law and Civil Liberties. Legal Protection of Private Investment.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	17
2.1	Apresentação sócio-histórica	17
3	A AÇÃO	40
3.1	Conceito	40
3.1.1	Características	43
3.2	Classificação	44
3.2.1	Espécies	44
3.2.2	Forma	47
3.2.3	Classe	50
3.3	Natureza jurídica	50
3.4	Custódia e depósito de ações	57
4	O EMPRÉSTIMO DE AÇÕES	63
4.1	Conceito e natureza jurídica	63
4.1.1	Aluguel de ações	65
4.1.2	Depósito irregular de ações	67
4.1.3	Alienação de ações	69
4.1.4	Empréstimo (mútuo) de ações	73
4.2	Tipos de empréstimo de ações: privado e registrado	77
4.3	Histórico e regulamentação	79
4.3.1	O início: Resolução CMN nº1.133 e Instrução CVM 51	79
4.3.2	A era da centralização: Instruções CVM 249 e 441	85
4.3.3	O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de divulgação de participação acionária em companhias abertas	89
4.3.4	O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de negociação com valores mobiliários de emissão de companhias abertas (<i>insider trading</i>)	92
4.3.5	O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações	96
5	A OPERACIONALIZAÇÃO DO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES	99
5.1	Estrutura usual da operação	99
5.1.1	Como funciona o empréstimo de ações registrado?	102
5.1.2	Como funciona o empréstimo de ações privado?	109
5.2	Estrutura do empréstimo de ações no âmbito de oferta pública de distribuição de ações	110
5.2.1	Conceitos básicos sobre oferta pública de distribuição de ações	110
5.2.2	O empréstimo de ações e a estabilização do preço por ação no âmbito de oferta pública	114

6	QUESTÕES CONTROVERSAS INERENTES AO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES	118
6.1	Titularidade dos direitos essenciais aos acionistas (art.109, LSA)	118
6.1.1	Participação nos lucros	121
6.1.2	Participação no acervo em caso de liquidação	124
6.1.3	Direito à fiscalização	126
6.1.4	Direito de preferência	132
6.1.5	Direito de recesso	136
6.1.5.1	Caso Oi	138
6.2	Titularidade do direito de voto	141
6.3	Titularidade do direito à participação de oferta pública de aquisição de ações (OPA)	146
7	CONCLUSÃO	150
	REFERÊNCIAS	152

1 INTRODUÇÃO

Em comparação ao mercado de capitais mais desenvolvido do mundo, o dos Estados Unidos, podemos afirmar que o mercado de capitais brasileiro está, ainda, em estágio embrionário, especialmente em relação ao mercado acionário. A *New York Stock Exchange*, principal bolsa norte-americana, também conhecida como NYSE, registrou 129 *initial public offerings* (IPOs) e uma captação de recursos no mercado acionário equivalente a mais de US\$ 70,0 bilhões em 2014¹. Nesse mesmo ano, no Brasil, tivemos apenas um IPO e uma oferta subsequente de ações que juntos representaram uma captação de recursos equivalente a R\$ 15,4 bilhões². Sem dúvidas, nos compararmos à maior potência econômica do mundo é quase uma insanidade, pois o mercado de capitais reflete a estabilidade econômica e política de cada país. Mas existem ainda alguns outros motivos que podem estar atrelados a essa diferença tamanha, quais sejam: (I) o fato de o mercado acionário estar intrinsecamente embutido na cultura norte-americana desde a “mania das ferrovias”, ocorrida ao final do século XVIII; (II) a criação da NYSE em 1792, que, diferentemente do Brasil, foi formada pela iniciativa privada; (III) o elevado padrão de governança corporativa exigido das empresas listadas no mercado norte-americano; e, ainda, (IV) a liquidez dos ativos negociados³.

Dos fatores mencionados acima, dois deles podem e devem ser impulsionados para fomentar o desenvolvimento do mercado brasileiro: a melhora nas nossas práticas de governança corporativa e o aumento de liquidez. Em relação ao primeiro fator, a criação da Lei nº6.404, de 1976, a lei das sociedades por ações, referida neste estudo como Lei das S.A., e da Comissão de Valores Mobiliários, ou CVM, em 1976, foram marcos de uma mudança regulatória necessária e impulsionaram a confiabilidade do investidor. Mais recentemente, a partir de 2000, houve a implementação de mudanças institucionais e governamentais com o intuito de melhorar o nível de transparência das companhias abertas e incrementar o direito dos minoritários, por meio da criação dos segmentos especiais de listagem pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa e da reforma da Lei das S.A. A regulamentação da CVM também vem sendo constantemente aprimorada para exigir cada vez mais a adoção de melhores práticas pelos agentes de mercado. Outras iniciativas nesse sentido merecem ser destacadas, como a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, em

¹ Disponível em: <https://www.nyse.com/network/article/2014-NYSE-Year-In-Review>. Acesso em: 27 set.2015.

² Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 27 set. 2015.

³ PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. Mercado de Capitais. In: **GV-Executivo**. FGV-EAESP: São Paulo, v.6, nº1, jan.-fev. 2007, p.30.

1995, que fomenta o debate sobre o tema e exige de seus associados práticas mais elevadas de governança corporativa, e a criação da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais em 2009, resultante da integração das atividades da ANBID e da ANDIMA, a qual, por meio de seu código de ofertas públicas de valores mobiliários, exige de seus regulados o atendimento de práticas diferenciadas de governança na estruturação de ofertas.

Como se vê, muito se evoluiu no campo das práticas de governança corporativa. É claro que ainda existem pontos a serem aprimorados, mas não podemos desprezar as conquistas que tivemos nos últimos anos. Já em relação ao aumento de liquidez das ações, temos um longo caminho pela frente. Em 2014, o número médio de negócios diário realizado na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, ou BM&FBOVESPA, foi de 919.762⁴, enquanto na NYSE esse número costuma ser por volta de um bilhão de ações⁵. Parece-nos que as mudanças introduzidas nos padrões de governança corporativa, que deveriam servir de incentivo para o aumento da negociação dos valores mobiliários, trouxeram bons resultados às grandes companhias abertas, mas não foram capazes de afetar o mercado acionário como um todo. O mercado de capitais brasileiro, especialmente o de ações, ainda tem muito espaço para crescer. No entanto, a falta de liquidez dos ativos cria um ciclo vicioso difícil de escapar. Quem quer investir em ações sem liquidez? Como as ações podem ganhar maior liquidez se ninguém se propõe a investir nelas?

A preocupação em tornar o mercado acionário brasileiro mais líquido não é, de modo algum, irrelevante. Afinal, a existência de liquidez é um fator decisivo para a tomada de decisão pelos investidores. Ter a possibilidade de se desfazer rapidamente do investimento e transformá-lo em dinheiro é, sem dúvidas, uma grande vantagem, especialmente nos dias atuais em que o mercado se renova diariamente e novas possibilidades de investimento são criadas a cada minuto. Assim, cremos que um mercado líquido é um mercado desenvolvido.

O empréstimo de ações, matéria a que iremos dedicar esse estudo, exerce papel fundamental para aumentar a liquidez do mercado acionário. Foi originalmente criado para prevenir falhas de liquidação em uma operação de compra e venda no mercado à vista: na hipótese de o alienante não ter as ações correspondentes para entregar ao adquirente em até três dias úteis, uma operação de empréstimo de ações era automaticamente aberta pela bolsa em nome do alienante para fazer frente à liquidação da operação. Era, em verdade, um

⁴ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 27 set.2015.

⁵ BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos**. Porto Alegre: AMGH, 2015, p.62.

mecanismo de defesa do mercado à vista. Atualmente, essa vertente do empréstimo de ações representa menos de 0,10% do volume total registrado na Central Depositária de Ativos⁶. Sem dúvida alguma, a operação tornou-se um *business* em si.

No contexto global, o mercado de empréstimo de ativos possui uma posição em aberto (estoque) de US\$ 2,0 trilhões; metade desse valor é composto por empréstimos de ações e ETFs⁷. O Brasil representa 0,7% do total desses empréstimos, tendo uma posição em aberto correspondente a US\$ 13,3 bilhões⁸. Vale destacar que, no Brasil, até o momento, é possível a realização de empréstimos registrados de ações, *units*⁹, ETFs e BDRs patrocinados¹⁰, enquanto no exterior são realizados empréstimos inclusive com ativos de renda fixa.

Por que o empréstimo de ações impacta positivamente a liquidez do mercado à vista? De acordo com dados levantados pela BM&FBOVESPA, no período de 1º de janeiro de 2015 a 31 de agosto de 2015, verificou-se que os empréstimos tiveram uma estimativa de impacto correspondente a 26% no volume de negociação no mercado à vista, e que os investidores que realizaram operações de empréstimo na BM&FBOVESPA representavam 76% do volume médio negociado no mercado à vista¹¹. Embora não existam conclusões absolutas a respeito da relação existente entre o mercado de empréstimo e o mercado à vista, ambas as informações verificadas pela BM&FBOVESPA sinalizam que existe uma relação direta relevante entre os dois mercados, isso porque, a maioria dos investidores toma empréstimos registrados para, em seguida, vender a posição emprestada no mercado à vista. É interessante, no entanto, o fato de que os investidores que atuam em operações de empréstimo registrado representam apenas 18,4% do volume total custodiado (*market capitalization*) na BM&FBOVESPA¹², ou seja, ainda há muito espaço para crescimento desse mercado.

⁶ De acordo com Guilherme Pimentel, superintendente da área comercial e desenvolvimento de mercado da BM&FBOVESPA. Exposição no workshop “Empréstimo de Ativos” promovido pela Abrasca, em 22 set.2015, na BM&FBOVESPA.

⁷ Abreviação de *Exchange Traded Fund* ou fundo de índice. São fundos espelhados em índices e suas cotas são negociadas em bolsa da mesma forma que as ações, conforme definido pela BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/etf/fundo-de-indice.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 27 set.2015.

⁸ De acordo com informações constantes no ISLA – Securities Lending Market Report, jun.2015.

⁹ *Units* são ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários e negociados em conjunto, conforme definido pela BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/units/units.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 29 set.2015.

¹⁰ Abreviação de *Brazilian Depository Receipts*. São certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil, conforme definido pela BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/outros-titulos/bdrs-brazilian-bepository-receipts/bdrs-brazilian-bepository-receipts.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 29 set.2015.

¹¹ De acordo com Guilherme Pimentel, superintendente da área comercial e desenvolvimento de mercado da BM&FBOVESPA. Exposto no workshop “Empréstimo de Ativos” promovido pela Abrasca, em 22 set.2015, na BM&FBOVESPA.

¹² De acordo com Guilherme Pimentel, superintendente da área comercial e desenvolvimento de mercado da BM&FBOVESPA. Exposto no workshop “Empréstimo de Ativos” promovido pela Abrasca, em 22 set.2015, na BM&FBOVESPA.

Entretanto, poderíamos nos questionar se o fato de a maioria dos tomadores emprestar ações para revendê-las em seguida não traria um impacto negativo no valor de negociação do papel. A dúvida advém da simples lei da oferta e da procura, ou seja, se muitas ações são colocadas à venda no mercado, seu valor é reduzido. Nesse sentido, ao responder se as operações de empréstimo não deprimem as cotações dos ativos no mercado à vista, a BM&FBOVESPA aponta os seguintes argumentos em prol da operação:

- O mercado necessita de instrumentos que equilibrem as forças responsáveis pela justa formação de preço (mecanismo de arbitragem);
- São fixados limites máximos de posição por investidor, por intermediário e para todo o mercado, de forma a evitar a concentração de posição;
- São submetidas a leilão todas as operações à vista registradas na BM&FBOVESPA, cuja quantidade seja considerada atípica em relação à quantidade média negociada no mercado ou que representem parcela significativa do capital da empresa;
- O estoque das operações de empréstimo em aberto é divulgado diariamente no *site* da BM&FBOVESPA;
- As ações mais líquidas negociadas na bolsa também são negociadas em mercado internacional principalmente através dos programas de *American Depositary Receipts*. Essa negociação em diferentes mercados tende a corrigir desequilíbrios nos preços; e
- No vencimento, o tomador deverá atuar no mercado à vista comprando ativos que serão devolvidos ao doador, empregando desta forma a força inversa à realizada no momento da venda dos ativos emprestados.¹³

Dada a relevância para o desenvolvimento do nosso mercado acionário e visando propagar a proteção jurídica do investimento privado, nos propusemos analisar nesta dissertação a operação de empréstimo de ações no mercado de capitais brasileiro, especificamente as suas nuances legais. Apresentaremos em seguida, resumidamente, as matérias que serão tratadas em cada um dos capítulos.

Iniciaremos o trabalho com uma análise histórica do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O objetivo desse primeiro capítulo é contextualizar o meio em que se insere a operação de empréstimo de ações e fornecer dados históricos a respeito do

¹³ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br#3>. Acesso em: 13 out.2015.

desenvolvimento e da propagação desse mercado. Dentre os temas abordados, verificaremos como se deu a primeira oferta pública e o primeiro *underwriting* brasileiros, a criação da Praça de Comércio do Rio de Janeiro, o estímulo da era Mauá para o desenvolvimento do mercado, as diversas intervenções governamentais contrárias e em defesa da evolução do nosso mercado de capitais, a criação da CVM, as bolhas especulativas que se formaram em 1890 – o Encilhamento – em 1971 – logo após os incentivos fiscais – e em 1989 – com o famoso Caso Nahas, até os dias de hoje com a criação dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA.

No Capítulo 3, abordaremos as principais características da ação, que é, afinal, o objeto da operação aqui analisada. Verificaremos seu conceito, sua natureza jurídica e as classificações que lhe são atribuídas pela doutrina, bem como traçaremos nossas próprias conclusões a esse respeito. Importa-nos, especialmente, a análise acerca da sua possível fungibilidade. Serão analisadas, ainda, as implicações e as características do depósito e da custódia de ações e, para tanto, nos apoiaremos na regulamentação existente.

No Capítulo 4, adentraremos no tema específico deste trabalho. Nossa preocupação inicial é entender em que consiste a operação de empréstimo de ações e o que leva um investidor a contratá-la. Resolvida essa questão, o passo seguinte é a verificação de sua natureza jurídica. Para tanto, analisaremos quatro modalidades de contrato – aluguel, depósito, alienação e mútuo – nas quais o empréstimo de ações poderia estar compreendido. Em razão das margens cinzentas desta operação, as quatro possibilidades que abordaremos aqui podem, de alguma forma, nos levar à crença de que o empréstimo de ações se encaixaria em seus respectivos moldes. Nosso desafio é entender as nuances que permeiam a operação para encontrar a classificação que, a nosso ver, é a mais adequada e faremos isso nos apoiando na doutrina civilista a respeito das classificações de contratos existentes. Além disso, o capítulo trará um histórico acerca da regulamentação do empréstimo de ações. Iremos nos concentrar nas disposições aplicáveis atualmente à operação em si (Instrução CVM 441), bem como naquelas de cunho societário que devem ser observadas como consequência ou para a realização desta operação.

No Capítulo 5, trataremos da viabilização da operação em estudo. Analisaremos o funcionamento tanto do empréstimo privado, como do empréstimo registrado no sistema desenvolvido pela BM&FBOVESPA para registro e controle das operações de empréstimo. No decorrer desta análise, verificaremos as obrigações de cada um dos envolvidos na operação: doador, tomador, custodiante e Câmara de Ações da BM&FBOVESPA. Além

disso, analisaremos, especificamente, o funcionamento do empréstimo de ações no contexto de uma oferta pública de distribuição de ações e as particularidades que lhe são inerentes. Com esse fim, vamos abordar alguns conceitos básicos sobre ofertas públicas de ações, incluindo o porquê da celebração de um contrato de empréstimo.

No Capítulo 6, analisaremos algumas questões controversas inerentes ao empréstimo de ações, notadamente envolvendo a titularidade dos principais direitos dos acionistas de uma sociedade por ações. Desta forma, nos propusemos a responder como os direitos essenciais – de participação no acervo líquido, de participação nos lucros, de fiscalização, de retirada e de preferência –, o direito de voto e o direito à participação em oferta pública de aquisição de ações se compatibilizam com o empréstimo de ações, tanto em sua forma registrada como privada. Para isso, traçaremos as principais características de cada um desses direitos cabíveis aos acionistas e nos apoiaremos na regulamentação aplicável, bem como em decisões da CVM, para expormos nossas considerações.

O estudo se encerra com nossas conclusões a respeito do tema abordado. Neste trabalho, buscamos retratar o empréstimo de ações de forma detalhada do ponto de vista jurídico, tendo em vista a relevância que a sua contínua celebração pode trazer para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2 O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

2.1 Apresentação sócio-histórica

Esse Capítulo inicial tem por objetivo a contextualização do sistema em que as operações de empréstimo de ações – tema principal deste estudo – são realizadas: o mercado de capitais brasileiro. De acordo com Nelson Eizirik, o mercado de capitais é uma fragmentação do sistema financeiro, por meio do qual são efetuadas operações que não têm natureza de negócios creditícios, mas têm por objetivo canalizar recursos para as emissoras através de capital de risco¹⁴. Assim, verificaremos a evolução no Brasil deste relevante sistema que tem por objetivo viabilizar capitalização às entidades emissoras de valores mobiliários e proporcionar liquidez aos seus titulares.

Para tanto, vejamos a evolução econômico-financeira e empresarial do país desde os primórdios. Como se sabe, no início da colonização, a circulação de mercadorias e serviços dependia quase integralmente do escambo. A carência de moeda, a ausência de instrumentos que permitissem a livre circulação de créditos e de intermediários que pudessem aproximar a demanda por crédito de determinado ente da oferta por outro constituem motivadores do atraso no desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais no Brasil.

Inicialmente, uma das poucas ferramentas utilizadas para fomentar a atividade empresarial era a instituição da venda “a fiado”. Por meio deste instrumento creditício, os grandes atacadistas revendiam os produtos – sem receber a contraprestação correspondente à venda (em mercadoria ou moeda metálica) no momento inicial – para os responsáveis pela sua colocação junto à ponta final da cadeia do comércio, quais sejam, os consumidores. Como bem coloca o historiador Ney Carvalho, “pela sequência entre os elos, pode-se verificar que o financiamento de toda a sucessão recaía sobre os atacadistas, importadores e exportadores, então conhecidos como comerciantes de grosso trato, os primeiros da série a fornecer crédito a seus compradores”¹⁵. E prossegue: “os comerciantes de grosso trato, os atacadistas, constituíram a verdadeira semente do mercado de capitais no Rio de Janeiro e no Brasil.”¹⁶

Contudo, uma verdadeira mudança na perspectiva econômica do país ocorreu com a vinda da família real de Portugal em 1808. Logo em 12 de outubro daquele ano, o príncipe

¹⁴ EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, p.7-8.

¹⁵ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.9.

¹⁶ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.13.

regente, futuro D. João VI, assinou um alvará que aprovou a constituição de um banco nacional, intitulado Banco do Brasil, que tinha por objetivo principal a emissão de papel-moeda de curso forçado¹⁷. A criação do primeiro Banco do Brasil visava atender às principais necessidades da época: o processo de mineração estava entrando em declínio e era grande a escassez da moeda; tanto o aumento das atividades comerciais, como a abertura dos portos e, ainda, as despesas da família real, exigiam que o numerário existente fosse aumentado¹⁸. Após cinco anos contados de sua criação e de muito incentivo do governo¹⁹, a totalidade das ações de emissão do Banco do Brasil foi subscrita por membros da hierarquia nobiliárquica portuguesa, grandes comerciantes e senhores de terra²⁰. Conforme aponta Ney Carvalho a respeito do Banco do Brasil:

A subscrição de ações do Banco do Brasil, a partir de 1808, foi a primeira operação de mercado de capitais a acontecer em território brasileiro. Não se pode classificá-la nos termos que hoje conhecemos. Não foi um *underwriting*, pois não havia intermediários ou outras instituições envolvidas. Mas ocorreu, sem dúvida, apesar de exótico, um lançamento público de ações, uma captação de recursos para capitalização da primeira sociedade anônima de existência plena em solo brasileiro.²¹ (grifos nossos).

Em 15 de julho de 1809, o príncipe regente assinou um alvará por meio do qual se estabeleceu determinadas tarifas sobre o comércio de açúcar, tabaco, couros, algodão e carga e descarga de navios, as quais seriam revertidas, dentre outros, para a construção de uma praça do comércio. Essa terminologia – praça do comércio – nada mais é do que sinônimo de bolsa. De acordo com Ney Carvalho,

bolsa era a denominação europeia que, em Portugal, tomou o nome de praça, resultando daí as ‘praças do comércio’ no Brasil de D. João VI. [...] Essa definição se dilatou no Brasil ao correr dos séculos 19 e 20, de modo que ‘praça’ passou a exprimir o conjunto formado pela bolsa, sistema bancário e demais instituições financeiras e comerciais de uma mesma cidade.²²

¹⁷ Conforme se depreende da leitura do alvará, o objetivo intrínseco era “animar o commercio, promovendo os interesses reaes e publicos”. (BRASIL, República Federativa do. **Colecção das Leis do Brazil de 1808**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891. p.148-153. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/18319>. Acesso em: 27 jun.2015).

¹⁸ BRASIL, Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do. **História do Banco do Brasil**. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010, p.14. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426>. Acesso em: 03 nov.2015.

¹⁹ Como aponta Ney Carvalho, o governo instituiu diversas formas de incentivo à subscrição de ações de emissão do Banco do Brasil, tais como a concessão de honrarias e vantagens (aquele que subscrevesse três ações receberia o hábito da Ordem de Cristo, 20 ações daria direito a uma comenda da Ordem de Cristo e 30 permitiam a condição de fidalgo cavaleiro) e a criação de impostos que seriam revertidos ao banco. (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.15).

²⁰ O primeiro Banco do Brasil foi liquidado em 1829 devido a suposta insolvência.

²¹ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.17.

²² CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.18.

À época, se negociavam mercadorias, moedas, fretes e seguros. O intuito da criação de uma praça do comércio no Rio de Janeiro era desenvolver o mercado da nova sede do Reino de Portugal.

Diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos em 1792, em que 24 entidades privadas se reuniram para estabelecer um acordo, institucionalizado em 1817, que previa a criação da Bolsa de Valores de Nova Iorque, a Praça do Comércio do Rio de Janeiro foi diretamente custeada e fomentada pelo governo. Ainda em comparação com os Estados Unidos e mesmo com a criação de uma bolsa no início do século XIX, de acordo com Stephen Haber,

Durante grande parte do século dezenove, praticamente inexisteriam instituições criadas com o intuito de mobilizar fontes impessoais de capital no Brasil. Uma bolsa de valores funcionava no Rio de Janeiro desde o início do século, entretanto era raramente utilizada para o financiamento de empresas industriais.²³

Embora o alvará que aprova a criação da Praça do Comércio do Rio de Janeiro seja de 1809, a primeira praça do comércio a ser efetivamente construída no Brasil foi a Praça do Comércio de Salvador, criada sem aportes de recursos do governo, o qual apenas incentivou a obra mediante a cessão do terreno para a sua construção, em 28 de janeiro de 1817²⁴.

A Praça do Comércio do Rio de Janeiro somente iniciou sua construção em 1819 e foi inaugurada em 14 de julho de 1820 com recursos advindos do Banco do Brasil, ao invés das tarifas estabelecidas no alvará de 1809.

Interessante destacar que, após o episódio da invasão da Praça do Comércio do Rio de Janeiro por uma tropa militar em abril de 1821²⁵, o imóvel foi desocupado e assim permaneceu até 1824, quando foi incorporado à alfândega. Com esse fato, os negócios voltaram a ser feitos nas ruas do centro da capital, sem qualquer controle ou registro.

²³ No original: “[...] throughout most of the nineteenth century, institutions designed to mobilize impersonal sources of capital were largely absent in Brazil. An organized stock exchange had functioned in Rio de Janeiro since early in the century, but it was seldom used to finance industrial companies [...]. (HABER, Stephen. *Banks, Financial Markets, and Industrial Development: Lessons from the Economic Histories of Brazil and Mexico*. Stanford University and California Institute of Technology. **Paper prepared for the CREDPR Conference on Financial Reform in Latin America**, November 9-12, 2000. Disponível em: http://www-siepr.stanford.edu/conferences/FFReform_LA/Haber2_all.pdf. Acesso em: 10 nov. 2015, p.13-14).

²⁴ De acordo com Ney Carvalho, a construção da Praça do Comércio de Salvador foi realizada por meio de donativos de comerciantes, sendo o governador da Bahia à época, o Conde dos Arcos, o seu maior entusiasta. (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.20-21).

²⁵ “[...] em 21 de abril, dom Pedro voltava à cena pública, por conta dos distúrbios ocorridos na praça do Commercio, quando os eleitores ali reunidos em assembleia exigiram a adoção imediata da Constituição espanhola até que a portuguesa fosse ultimada, a nomeação de uma junta de governo e a permanência da família real no Brasil; desta vez, porém, o desfecho foi trágico, sendo os eleitores atacados e vitimados pelas tropas. Parece que a ordem para o ataque fora dada, ou ao menos consentida, por dom Pedro, mas, longe de lhe denegrir a imagem, tal atitude o elevou ainda mais no conceito das elites brasileiras, que, desejosas de conter os excessos populares, temiam que acontecimentos como este disseminassem a anarquia.” (BASILE, Marcello Otávio Neri de Campos. O demiurgo da Nação. **Revista Estudos Históricos**, v.13, nº24. São Paulo: Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil CPDOC/FGV, 1999. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/reh/article/view/2096>. Acesso em: 20 jun.2015, p.466).

Mesmo sem um local apropriado para o desenvolvimento do mercado, sem regulamentação, sem câmaras de compensação, corretoras, bancos de investimento e tudo o mais que atualmente conhecemos como peças fundamentais para a realização de uma oferta pública, em 17 de março de 1828 – quase seis anos após a Independência – foi publicado pelo Tesouro Nacional um edital de venda de apólices de dívida interna. Uma semana após a publicação do edital, uma nova publicação foi realizada pelo Tesouro Nacional na qual se informava que três pessoas físicas se propuseram a adquirir os papéis e que, portanto, qualquer interessado na compra das apólices deveria se dirigir à residência daqueles senhores (a saber, homens de muita influência no comércio à época). Em 17 de abril de 1828, os três comerciantes publicaram uma nota no jornal informando as condições finais da aquisição das apólices e, em razão disso, podem ser considerados os primeiros coordenadores de uma oferta pública no país. A respeito desse evento marcante para o desenvolvimento do sistema financeiro e de mercado de capitais, Ney Carvalho comenta:

Os primeiros papéis governamentais surgiram em 1828, quando do reconhecimento da dívida pública do então nascente Império do Brasil. Em março daquele ano, o Tesouro anunciou a venda de 1.400 contos em títulos de 6% ao ano, equivalente a cerca de 200 mil libras. O lote foi arrematado com deságio de 35% sobre o valor de face, o que implicava o rendimento real de 9,2% ao ano. O consórcio que realizou aquele verdadeiro *underwriting* era liderado por três jovens homens de negócios, dois dos quais, mais tarde, viriam a ser os condes de Bonfim e Itamaraty. Em tese, por seu ineditismo, essa operação pode ser considerada o marco inicial do mercado de capitais no Brasil.²⁶ (grifo nosso).

Em 1833, iniciou-se uma tratativa entre o corpo do comércio e o Império para a transformação de outro prédio utilizado pela alfândega em uma nova praça do comércio na cidade do Rio de Janeiro. O prédio foi reformado e adaptado por meio de recursos da Sociedade dos Assinantes da Praça – que nada mais era do que a personificação do corpo do comércio em uma entidade jurídica, formada por assinantes pessoas físicas que deveriam ter uma contribuição anual para o fundo de manutenção da praça – e também com recursos advindos de duas loterias sancionadas pelo regente Diogo Feijó. Em 1836, as obras terminaram e aquele prédio passou a ser utilizado até 1871 como a Praça do Comércio do Rio de Janeiro.

Os anos de 1837 e 1838 foram marcados pela oferta de ações de algumas empresas na Praça do Comércio do Rio de Janeiro, tais como a Companhia Brasileira de Paquetes a Vapor, a Companhia de Navegação de Nictheroy, a Sociedade Promotora da Colonização, a

²⁶ CARVALHO, Ney. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.XV.

Companhia do Rio Doce, a Companhia de Omnibus, a Companhia de Gelo, a Companhia das Barcas de Banho, o Monte de Socorro (casa de penhores que concedia empréstimos a baixos juros), o Montepio Geral (seguradora e previdência privada), o Banco Comercial do Rio de Janeiro²⁷ e a Companhia das Gôndolas Fluminenses. Vale destacar que a maioria das empresas cujas ações foram negociadas na bolsa naquela época eram pré-operacionais e contavam com a subscrição das ações para dar início às suas atividades.

Os anos seguintes foram extremamente importantes para o desenvolvimento do país. Diversos projetos voltados para a melhoria da infraestrutura (ferrovias²⁸, telégrafo²⁹, iluminação, etc.) foram capitaneados pelo famoso Barão de Mauá, responsável tanto pelo financiamento direto de várias dessas empreitadas como também por sua promoção a tantos outros investidores, especialmente estrangeiros. Além disso, Mauá também foi o precursor da fundação do Banco do Comércio e Indústria do Brasil em 1851, posteriormente renomeado como Banco do Brasil³⁰. Assim, diversas empresas idealizadas por Mauá tiveram suas ações vendidas em bolsa, o que permitiu o recebimento do investimento necessário para fazer frente às idealizações.

Algumas particularidades relativas ao mercado de capitais à época valem ser aqui abordadas. A primeira delas diz respeito ao fato de que havia, nas sociedades por ações, limitação ao direito de voto, o que significa dizer que o montante investido nem sempre correspondia ao poder de decisão do acionista. Como mencionamos acima, o Barão de Mauá participou diretamente no financiamento por meio da subscrição de ações de diversas

²⁷ Criado por aqueles que faziam parte da Praça do Comércio do Rio de Janeiro, este teria sido o primeiro banco comercial do país se não fosse a instalação, em Fortaleza, de um pequeno banco de descontos em 1836. (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.48).

²⁸ “Na fase industrial de sua vida, Irineu Evangelista de Souza teve participação ora mais, ora menos destacada no estabelecimento de inúmeras ferrovias no país, ao longo do penúltimo quartel do século XIX. [...] A inauguração do trecho inicial da E. F. de Petrópolis rendeu a Irineu Evangelista o título de barão de Mauá. No dia 30 de abril de 1854, praticamente dois anos depois de ter recebido a concessão do Governo da província do Rio de Janeiro para construir o caminho de ferro, ouviu-se pela primeira vez na América do Sul o sibilo da locomotiva – logo apelidada pela multidão de Baronesa, em homenagem à esposa do empreendedor ilustre.” (SOUZA, Rafael Rodrigo Ruela. **Mauá e a Tradição da Modernização Industrial no Brasil**. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, 2007, p.41-42. Disponível em: http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/VGRO-7AYFXF/rafael_rodrigo_ruela_souza.pdf?sequence=1. Acesso em: 03 nov.2015).

²⁹ “Finalmente, em 22 de junho de 1874, o Imperador teve a honra de inaugurar o cabo transatlântico, enviando telegramas ao papa e à rainha da Inglaterra, de uma sala da Biblioteca Nacional. Quatro dias depois, Irineu era elevado de barão a visconde de Mauá.” (SOUZA, Rafael Rodrigo Ruela. **Mauá e a Tradição da Modernização Industrial no Brasil**. Dissertação (mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais, 2007, p.42. Disponível em: http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/VGRO-7AYFXF/rafael_rodrigo_ruela_souza.pdf?sequence=1. Acesso em: 03 nov.2015).

³⁰ “De acordo com os estatutos aprovados pelo governo, os bancos podiam emitir vales ou letras ao portador e a prazo determinado, que acabaram circulando como moeda. Instalou-se, assim, com a autorização do próprio governo, um poder de iniciativa privada importante, mas considerado perigoso pelas pessoas que defendiam que o poder de cunhar moeda deveria ser exclusividade governamental. Na esteira de emissões tão fáceis era de se esperar abuso e o resultado foi, também, a abertura para o processo inflacionário.” (BRASIL, Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do. **História do Banco do Brasil**. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010, p.26. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426>. Acesso em: 05 nov.2015).

companhias e, muitas vezes, possuía parte significativa de seu capital social. No entanto, mesmo tendo, por exemplo, 1/3 das ações emitidas, seu poder de decisão estava limitado a, no máximo, cinco votos. Isso implicava, portanto, na existência de empresas sem poder de controle.

Outro ponto que merece destaque é o fato de que não havia qualquer controle ou condicionantes para que uma empresa tivesse suas ações negociadas em bolsa. Bastava ser constituída na forma de sociedade por ações. Assim, não havia uma diferenciação entre companhias abertas e fechadas. Essa questão somente foi alterada com o Decreto nº354, de 1895, que determinou à Câmara Sindical (que sucedeu a Junta dos Corretores) o poder de autorizar e proibir a negociação de qualquer valor, bem como de exigir documentos daquelas sociedades que entender necessário³¹.

Eis que o desenvolvimento da era Mauá trouxe consigo um aumento na especulação dos papéis negociados naquela época devido à efervescência da propagação da atividade econômica. Em 1853, José Joaquim Rodrigues Torres, o Visconde de Itaboraí, na qualidade de ministro da Fazenda, foi o responsável pela criação do segundo³² Banco do Brasil a partir da fusão coercitiva do Banco Comercial do Rio de Janeiro – empreendimento capitaneado pela Praça do Comércio em 1838 – e do Banco do Brasil de Mauá fundado em 1851.

De acordo com Ney Carvalho, “o objetivo [do segundo Banco do Brasil] era criar um banco nacional, e a designação da presidência da nova instituição passava a ser prerrogativa da Coroa, ou seja, do Estado. Não se estatizava o capital do banco, mas colocava-se uma cunha em sua gestão privada.”^{33 34}

A respeito da motivação de Itaboraí – notavelmente avesso à livre iniciativa e à competição – para criação deste novo Banco do Brasil, temos a seguinte explicação:

³¹ Artigo 7º A' Camara Syndical compete: [...] c) autorisar, prohibir e suspender a negociação e a cotação de qualquer valor, com exceção dos titulos da divida federal, estadual e dos estrangeiros, que só serão admittidos á cotação pelo Ministro da Fazenda. No uso desta attribuição poderá a Camara Syndical exigir de todas as sociedades emissoras de titulos negociaveis na Bolsa os esclarecimentos e documentos que reputar precisos para a inclusão de taes valores no boletim das cotações;

³² “Alguns autores têm considerado o estabelecimento fundado por iniciativa do barão de Mauá como o ‘segundo Banco do Brasil’, portanto, um elo da série de bancos com este nome, de 1808 até os nossos dias. Mas, como se tratou de uma instituição exclusivamente particular, sem qualquer iniciativa, ligação ou participação do governo, convém considerá-lo estranho à continuidade da série. Assim, o verdadeiro segundo Banco do Brasil foi criado, em 1853, por lei, sob a iniciativa de José Joaquim Rodrigues Torres, mais conhecido como visconde de Itaboraí, que, por mais de uma vez, exerceu a presidência do estabelecimento, transformando-se numa espécie de seu patrono.” (BRASIL, Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do. **História do Banco do Brasil**. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010, p.14. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426>. Acesso em: 05 nov.2015).

³³ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.69.

³⁴ Em 1893, o Banco do Brasil se uniu ao Banco da República dos Estados Unidos do Brasil, passando a se chamar Banco da República do Brasil. Em 1905, teve sua denominação alterada novamente para Banco do Brasil.

Ficou claro que a ideia de Itaboraí era fundar um banco concentrador, dotado de unidade do poder de emissão, para acabar, assim, com os males das últimas fontes. A razão principal que o levou a fundir os Bancos Comercial e do Brasil, foi a necessidade de instituição do princípio da unidade de emissão. Para evitar o risco de uma ruína provocada pela perda de sua capacidade emissora, os dois bancos foram compelidos, através de negociações e de justas compensações, a aceitarem a sua extinção através da fusão. Da mesma forma, os bancos emissores das províncias aceitaram sua conversão em caixas filiais do novo Banco do Brasil.³⁵

Ampliando de forma escancarada a intervenção estatal sobre o desenvolvimento econômico do país, foi editada a Lei nº1.083, em 22 de agosto de 1860, mais conhecida como Lei dos Entraves. Dentre outras previsões, essa lei passou a estabelecer que o funcionamento de sociedades anônimas ou companhias dependiam da autorização prévia do governo. Ou seja, o Estado passava a escolher quais negócios seriam empreendidos ou não. Além disso, criou-se uma reserva de mercado para os corretores³⁶ que, de acordo com Ney Carvalho, “muito prejudicou o livre desenvolvimento do mercado de capitais até 1965”³⁷, a proibição de operações a descoberto, e a imposição de multas a quem deixasse de denunciar a transgressão à nova lei. Durante vinte anos, as restrições da Lei dos Entraves permaneceram em vigor e promoveram um atraso inestimável no progresso econômico do país.

Alguns eventos marcantes ocorreram no decorrer dos anos 1860 e início dos anos 1870. Dentre eles, vale mencionar o episódio da Casa Souto (A. J. Alves Souto & Cia), instituição financeira mais popular à época, que fechou suas portas em 1864 em decorrência do volume de seu passivo e da recusa do Banco do Brasil em lhe conceder novo empréstimo. Em seguida, outras quatro importantes instituições financeiras suspenderam suas atividades, bem como foram requeridas cerca de 100 falências de empresas comerciais.³⁸ Por outro lado, a partir de 1870, o mercado de capitais paulista começou a se articular por meio de corretores informais e um mercado de balcão próprio. Movidos pelo crescimento da ferrovia no estado e pela produção de café, emissões de dívida e capital foram realizadas para fazer frente aos investimentos necessários³⁹.

³⁵ BRASIL, Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do. **História do Banco do Brasil**. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010, p.28. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426>. Acesso em: 05 nov.2015.

³⁶ “Artigo 2º [...] §24. As transações e transferências de ações de Companhias e Sociedades Anonimas, e dos títulos da dívida pública, e de quaisquer outros que admittão cotação, só poderão ter lugar por intermedio dos respectivos corretores, sob pena de nullidade, além das que forem applicaveis a taes actos em virtude dos respectivos Regulamentos, salvo as disposições dos tratados em vigor.”

³⁷ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.104.

³⁸ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.109.

³⁹ “Inquestionável é que nas décadas de 1870 e 1880 nasceu um pujante mercado de capitais em São Paulo, onde se financiaram grande parte dos empreendimentos locais, sobretudo ferrovias.” (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p.118).

Em 1875, após os seus negócios serem negativamente afetados no Uruguai, Mauá decretou moratória de seu banco Mauá & Cia, o qual foi criado logo após a fusão do Banco do Brasil com o Banco Comercial. Em 1878, foi decretada a falência do banco e os bens pessoais de Mauá foram executados para pagamento dos credores.

Em 1882, as restrições para constituição de sociedades estabelecidas na Lei dos Entraves finalmente foram revogadas, o que gerou um aumento no número de novas empresas – inclusive paulistas – e de lançamentos de ações. Um marco de extrema importância para a nossa história política, econômica e social ocorreu em 1888: a abolição da escravatura. A morte desse que era “o vestígio cruel da Colônia, era a lembrança permanente dos tempos antigos”⁴⁰ contagiou positivamente o mercado da Bolsa do Rio, o que foi nitidamente constatado pelo crescimento no número de negócios^{41 42}. Em 15 de novembro de 1889, enquanto o Imperador Dom Pedro II veraneava em Petrópolis, foi proclamada a República e, em seguida, Ruy Barbosa foi indicado como ministro da Fazenda. Defensor do liberalismo econômico, essa nomeação também trouxe enorme otimismo ao mercado.

Nesse sentido, ao analisar o desenvolvimento econômico do Brasil, Stephen Haber aponta que “[...] o Brasil desenvolveu mercados de ações e de dívidas emitidas por empresas industriais surpreendentemente ativos na década de 1890, os quais assim permaneceram até a década de 1920”⁴³.

Não demorou a eclodir, em 1890, a mais marcante bolha especulativa no Brasil: o Encilhamento. Esse episódio foi assim intitulado em alusão ao grupo de pessoas que realizava negócios diariamente fora da Praça do Comércio do Rio de Janeiro, na esquina das ruas

⁴⁰ CALMON, Pedro. **História da Civilização Brasileira**. Brasília: Senado Federal, Conselho Editorial, 2002, p.255. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/1068/640775.pdf?sequence=4>. Acesso em: 05 nov.2015.

⁴¹ De acordo com Ney Carvalho, dentre as medidas “pequeno”, “menos que regular”, “regular”, “mais que regular” e “importante”, o movimento do mercado acionário no segundo semestre de 1888 esteve quase sempre classificado como “mais que regular” e “importante”. (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.133).

⁴² “The real impetus to regulatory reform did not get underway until 1888, when the imperial government abolished slavery. The end of slavery produced a series of unexpected and unintended outcomes that set in motion both the overthrow of the monarchy and the complete reform of banking and securities market regulation. Abolition drove a wedge between Brazil's planter class, which historically had been the mainstay of the monarchy, and the imperial government. In an effort to placate the planters by making credit more easily available to them, the imperial government awarded concessions to 12 banks of issue and provided 17 banks with interest free loans. The easy credit policies of 1888 were not enough, however, to stem the tide of Brazil's republican movement. In November of 1889 Dom Pedro II, Brazil's emperor, was overthrown and a federal republic was created.” (HABER, Stephen. *Banks, Financial Markets, and Industrial Development: Lessons from the Economic Histories of Brazil and Mexico*. Stanford University and California Institute of Technology. **Paper prepared for the CREDPR Conference on Financial Reform in Latin America**, November 9-12, 2000. Disponível em: http://www-siepr.stanford.edu/conferences/FFReform_LA/Haber2_all.pdf. Acesso em: 10 nov.2015, p.15).

⁴³ No original: “[...] Brazil developed surprisingly active stock and bond markets in industrial securities in the 1890's. These remained active through the 1920's.” (HABER, Stephen. *Banks, Financial Markets, and Industrial Development: Lessons from the Economic Histories of Brazil and Mexico*. Stanford University and California Institute of Technology. **Paper prepared for the CREDPR Conference on Financial Reform in Latin America**, November 9-12, 2000. Disponível em: http://www-siepr.stanford.edu/conferences/FFReform_LA/Haber2_all.pdf. Acesso em: 15 nov.2015, p.13).

Alfândega e Candelária, cujos frequentadores eram chamados de encilhadores. Os encilhadores são aqueles que encilham os cavalos; logo, o Encilhamento pode ser entendido como o local onde eram colocadas as cilhas e selas nas costas dos investidores desamparados que compravam papéis pelo impulso do mercado. Essa bolha foi motivada pelo momento político-econômico que o país estava vivendo e decorreu justamente desse crescimento desenfreado. Entre a abolição da escravatura e março de 1891, o número de empresas negociáveis na Bolsa do Rio aumentou em 365%⁴⁴. Como aponta Pedro Calmon:

O ano de 1890 foi o do “ensilhamento” ou da febre comercial, dos negócios da bolsa, da especulação e prosperidade fictícias, produzindo o ambiente de desordem espiritual em que a República pôde consolidar-se facilmente. O frenesi da praça do Rio desviou a atenção pública dos fatos propriamente políticos para o delírio financista. Dir-se-ia que o Império refreara as iniciativas, contivera a imaginação em limites tão prudentes que a revolução fora um arrebentar de diques.

[...]

O ano de 1890 fora o ano de enriquecimento. O ano de 1891 foi o ano das quebras. Poucas companhias formadas nos dias febris do governo provisório prolongaram a existência fora do período anormal em que tudo se desnorteara. O crédito público arruinara-se. Não havendo, por outro lado, segurança de ordem, de serenidade, os banqueiros estrangeiros se negavam a auxiliar o Brasil. (grifo nosso)⁴⁵.

O inusitado é que, justamente na eclosão do Encilhamento, em decorrência do forte movimento econômico, da alta movimentação do mercado de balcão local e do pioneirismo do corretor Emilio Rangel Pestana, surgiu a primeira bolsa de São Paulo. Quaisquer interessados poderiam se inscrever para participar da bolsa livre, que contou com 93 corretores e agentes privados, mediante o pagamento de uma mensalidade. A esse respeito, Ney Carvalho comenta:

Enraizada na experiência e liberdade de atuação dos intermediários informais que operavam o mercado de balcão paulista foi a única bolsa no Brasil nascida fora da tutela do Estado. Sua criação mais se parece com a da Bolsa de Nova York, um século antes. O próprio nome da instituição definia o status de independência dos poderes públicos: Bolsa Livre de São Paulo. Fundou-se em 23 de agosto de 1890, na fase mais aquecida do Encilhamento, cuja bolha seria perfurada seis meses depois pela desastrada manobra tributária do ministro Alencar Araripe. Com a debacle, a vida da entidade foi efêmera, sendo liquidada 14 meses depois de seu surgimento, em 31 de outubro de 1891.⁴⁶

⁴⁴ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.141.

⁴⁵ Reprodução conforme grafia original. (CALMON, Pedro. **História da Civilização Brasileira**. Brasília: Senado Federal, Conselho Editorial, 2002, p.289-293. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/1068/640775.pdf?sequence=4>. Acesso em: 05 nov.2015).

⁴⁶ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.147.

A manobra tributária de Alencar Araripe mencionada acima diz respeito à criação de imposto de 3% sobre as operações futuras, a qual contou com estrondosa revolta por parte dos corretores – que entraram em greve – e levou à retirada do tributo pouco tempo depois.

Após o estouro da bolha em 1890, visando criar uma legislação que impedisse a repetição desse fato, o novo governo de Floriano Peixoto editou o Decreto nº354 em 1895 e seu respectivo regulamento em 1897. A principal mudança introduzida pela nova regulamentação foi o retorno da exclusividade dos corretores de fundos públicos, da mesma forma que a Lei dos Entraves previa em 1860. Assim, para atuar como corretor na bolsa era necessária a nomeação pelo Presidente da República por decreto expedido pelo ministro da Fazenda. A regulamentação do final do século XIX permaneceu em vigor até a promulgação da Lei de Mercado de Capitais, em 1965. Para Ney Carvalho, “esta é, sem dúvida, a razão do raquitismo do mercado de capitais brasileiro na primeira metade do século XX. Mercados não vicejam em ambientes impregnados de reservas funcionais, tabelionatos ou nomeações de caráter público.”⁴⁷ Adicionalmente, com o Decreto nº354, passou a ser competência da Câmara Sindical (antiga Junta dos Corretores) a autorização para negociação e cotação de qualquer valor, exceto dívida federal, estadual e estrangeiros que dependiam da aprovação do Ministro da Fazenda.

Em 1895, pela iniciativa do coronel Antônio Proost Rodovalho, foi criada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. No entanto, o início do século XX foi marcado por uma verdadeira letargia – tanto no Rio de Janeiro como em São Paulo – em razão da reserva de mercado dos corretores e da vitaliciedade de seus cargos. A partir de 1920, os papéis governamentais predominavam no mercado; de acordo com Ney Carvalho, cerca de 90% do mercado, durante os anos 1930, era de títulos de dívida do governo federal, estadual e todo o tipo de entidade federativa⁴⁸. O mercado acionário teve uma maior agitação a partir dos anos 1940, com o lançamento de ações pela estatal Companhia Siderúrgica Nacional e com a criação – embora sem subscrição pública – da também estatal Vale do Rio Doce.

Em 1940, foi editado o Decreto-Lei nº2.627 – a nova Lei das Sociedades Anônimas – em substituição ao Decreto nº434, de 1891. O novo arcabouço, redigido por Trajano Valverde, foi recebido como um avanço em relação àquele editado no final do Encilhamento.

⁴⁷ CARVALHO, Ney. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.XIX.

⁴⁸ CARVALHO, Ney. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.23.

No entanto, como conta Benedicto Ferri de Barros, um dos precursores do mercado de capitais no Brasil na década de 1940, “nessa época, para se ter uma ideia de como estávamos atrasados no setor de mercado e bolsa de valores, um grande banqueiro de São Paulo, quando ouviu falar a palavra ‘investimento’, perguntou se estava relacionada à corrida de touros, porque touro é quem investe (ataca)”.⁴⁹

Em 1946, o general Dutra aprovou a edição do Decreto-Lei nº9.783, o qual obrigava todas as sociedades anônimas – inclusive as fechadas – a se registrarem na bolsa mais próxima de sua sede. O intuito desse decreto não era fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais, mas sim arrecadar as taxas que as empresas passariam a partir de então a pagar. Em 1947, ocorreu o primeiro grande lançamento de ações feito no Brasil pela Refinaria e Exploração de Petróleo União S.A. Benedicto Ferri de Barros afirma que, pela primeira vez, foi realizado um *underwriting* público em todo o Brasil.⁵⁰

Em 1958, já no governo dos “50 anos em 5” de Juscelino Kubitschek, ocorreu um fato curioso. A Deltec, uma das primeiras sociedades de investimento do Brasil, aproveitou o momento econômico que o país vivia e estruturou a oferta de ações da montadora de automóveis Willys-Overland aliada a uma promoção: os subscritores das ações teriam direito a um desconto de 10% nos carros da marca⁵¹. A oferta foi um grande sucesso em âmbito nacional.

A respeito do desinteresse pelo mercado acionário até 1967, Alfredo Rizkallah aponta:

Os bancos, em geral, não se interessavam muito por vender ações, porque era um processo quase educativo. Como não havia uma tradição, era preciso gastar tempo para convencer seu provável cliente a investir em ações, em vez de comprar uma letra de câmbio – que era o instrumento da renda fixa da ocasião – ou o bônus rotativo do Estado de São Paulo, que precedeu os títulos públicos federais.⁵²

Em 1964, foram editadas duas importantes leis: a Lei nº4.537 e a Lei nº4.595. A primeira instituiu a correção monetária através da criação das Obrigações do Tesouro Nacional; já a segunda, intitulada Lei da Reforma Bancária, reformulou todo o sistema

⁴⁹ BARROS, Benedicto Ferri. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.7.

⁵⁰ BARROS, Benedicto Ferri. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.7.

⁵¹ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.11.

⁵² RIZKALLAH, Alfredo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.83.

nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central.

O sistema cartorial dos corretores e a exigência de registro na bolsa por todas as sociedades por ações foram finalmente derrubados com a edição da Lei nº4.728 em 1965. Ela foi redigida por José Luiz Bulhões Pedreira a pedido do então ministro do Planejamento, Roberto Campos. De acordo com Marta Barcellos, “se o mercado de capitais brasileiro teve um ‘pai’ – alguém que tenha gerado o pensamento econômico sobre o qual ele se desenvolveria e embalado as reformas institucionais que o viabilizariam –, essa pessoa foi Octávio Gouvêa de Bulhões.”⁵³ Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões, este na qualidade de ministro da Fazenda, atuaram em conjunto com José Luiz Bulhões Pedreira para criar a nova regulamentação que tinha por objetivo organizar o mercado de capitais para que ele se tornasse um instrumento para o desenvolvimento econômico do país.

O mercado de capitais como conhecemos hoje teve início com a promulgação da Lei nº4.728, que mudou a estrutura das corretoras (antes existia apenas a figura do corretor pessoa física que ocupava um cargo público, mas com a nova lei, passaram a existir as sociedades corretoras), criou a necessidade do registro prévio das emissões e os bancos de investimentos (antes existiam apenas as figuras do banco comercial e das sociedades de crédito e investimento). A inspiração para essa legislação adveio da avançada experiência norte-americana. Inicialmente, e até 1976, o poder de fiscalização do mercado era do Banco Central do Brasil.

Em 1966, foi editada a Resolução nº39 do Banco Central, que disciplinou a constituição, organização e o funcionamento das bolsas de valores em todo o país, transformando-as em associações sem fins lucrativos. As bolsas deixaram, portanto, de ser simplesmente um local em que os corretores se reuniam para a negociação dos papéis e ganharam personalidade jurídica, sendo as corretoras suas associadas. Em 1967, a bolsa de São Paulo passou a se denominar Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

A maior concorrência que o mercado de capitais tinha na época era o mercado imobiliário. Em razão da inflação e da alta valorização dos imóveis, grande parte da população preferia investir em um negócio mais estruturado e palpável. Com a introdução da

⁵³ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.14.

Lei nº4.728 e os incentivos fiscais do governo⁵⁴, o cenário mudou. De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira, “em 1970 e 1971 [...] a bolsa foi para as nuvens. Vendia-se imóvel para comprar ações.”⁵⁵

Houve, de fato, um *boom* no mercado de capitais, especialmente no mercado acionário, após 1965⁵⁶. Roberto Teixeira da Costa, ao ser questionado sobre a existência de concorrência entre os bancos de investimento em razão dos incentivos fiscais das décadas de 1960 e 1970, respondeu:

O grande concorrente do BIB [Banco de Investimentos do Brasil] foi o Investbanco (fundado pelo ex-ministro Roberto Campos). Depois do Decreto 157, houve uma corrida para o lançamento de ações e o mercado explodiu. O meu concorrente direto no Investbanco era João Batista Atayde. Disputávamos cada empresa. Uma vez, em meados dos anos 1960, cheguei a ir de helicóptero até uma delas. Tivemos nosso primeiro grande problema com a Eletroradiobrás, uma grande rede de supermercados que foi disputada pelo BIB e o Investbanco. Na época, não havia *bookbuilding*: os bancos fixavam o preço e davam garantia firme. Eu, como operador do BIB, banquei a Eletroradiobrás e ganhei a concorrência.⁵⁷ (grifos nossos).

Ainda a respeito do mercado de capitais daquela época, interessante a experiência narrada por Raymundo Magliano Filho:

O operador era uma parte importante do negócio, tinha seu estilo pessoal. De repente, ouvia-se alguém dizer: “Fechar, fechar!”. O operador tinha que ter um ouvido espetacular, porque precisava pegar o sentido do mercado, se ia subir, se ia descer. Naquela época, o cliente perguntava a opinião do corretor, não existiam os recursos eletrônico, impessoais, de hoje. Havia um personagem folclórico, chamado Raul Forbes, muito inteligente, com um jeito peculiar, meio teatral. Ele trabalhava muito e todos prestavam atenção no que fazia. Dava para ouvir “O Raul está comprando!” ou “O Raul está vendendo!”. No fim, era um grande teatro, um espetáculo bonito, uma pseudoguerra. Todos gritavam, mas era preciso ter muita

⁵⁴ Um importante incentivo fiscal da época era o fundo 157, que foi introduzido por meio do Decreto-Lei 157, de 1967. De acordo com a CVM, “o Fundo 157 foi criado pelo Decreto Lei nº157/67 e se tratava de uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido quando da Declaração do Imposto de Renda para adquirir títulos emitidos por empresas nacionais que atendessem a determinados requisitos estabelecidos na legislação. Somente as pessoas que fizeram Declaração de Imposto de Renda entre os anos de 1967 e 1982 podem ter aplicação no Fundo 157, desde que não a tenha resgatado. Cabe ressaltar que a aplicação não era obrigatória, cabia ao contribuinte do Imposto de Renda optar por realizar a aplicação quando efetuava a Declaração do Imposto de Renda”. (Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/consultas/fundos/fundos.html>. Acesso em: 07 nov.2015).

⁵⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.30.

⁵⁶ “Ora, o estudo de relatos acerca das décadas de sessenta e setenta do século XX bem demonstra que se tratou de época em que não poucas medidas foram destinadas a fortalecer o mercado de capitais, incentivar a criação de considerável volume de poupança e promover a atração de recursos para as companhias nacionais.” (CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: (Coord.) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.116-117).

⁵⁷ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/consultas/fundos/fundos.html>. Acesso em: 07 nov.2015. (COSTA, Roberto Teixeira da. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.39).

sensibilidade para saber que comportamento adotar. Por isso, era necessário um treinamento, um preparo muito grande para operar. Como era tudo na base do papel, havia uma entrega física. Não existia uma caixa de liquidação. Se eu vendesse os meus títulos para o Escritório Levy, por exemplo, tinha que ir lá entregar. Entregava os títulos, recebia o cheque. Lembro de sair na rua com pacotes enormes.⁵⁸

Resultado do crescimento desenfreado do mercado de capitais ocorrido por meio do incentivo voltado para empresas completamente despreparadas e para novos investidores ingressarem no mercado acionário no final dos anos 1960 foi, novamente, uma crise em 1971. Uma nova bolha especulativa havia se formado e, em junho de 1971, teve início uma das maiores baixas da história das bolsas brasileiras, que permaneceram em declínio até 1973⁵⁹.

Os incentivos tributários para companhias abertas e investidores, assim como os estímulos direcionados a empresas localizadas nas regiões Norte e Nordeste do país, levaram a um exacerbado volume de ofertas públicas de ações. Grande parte das empresas que foi ao mercado era pré-operacional. Os investidores adquiriram esses papéis visando pagar menos imposto e auferir lucro no futuro, mas desconheciam as características por detrás do *business* das empresas e não tinham ferramentas nem informações adequadas para lhes avaliarem. Aguinaldo Pires Couto, que foi superintendente de operações da Bovespa em 1970, relatou que, naquela época, “uma companhia fazia um lançamento de ações e o papel subia 50% num dia, 100% no outro. Um negócio totalmente fora da realidade. Mas aquilo chamou atenção de tudo quanto é tipo de especulador. Até que a bolsa estourou, em 1971.”⁶⁰

Antonio Delfim Netto, ministro da Fazenda à época do estouro da bolha em 1971, quando perguntado se havia como evitar a queda do mercado, afirmou:

Não há controle possível, porque é um movimento coletivo. As pessoas creem e ponto final. Esses processos são ínsitos ao próprio mercado de capitais, porque são, em larga medida, produtos de uma psicologia. O entusiasmo, tanto quanto o pessimismo, é uma doença transmissível. Em todo lugar existe uma combinação de pessoas mal-humoradas e bem-humoradas, que vão se alternando. Quando o número de bem-humorados é muito grande, há a explosão da bolsa. Quando esse grupo vai se enriquecendo, acontece outro movimento. Esse comportamento de manada é parte do mercado financeiro. É por isso que ele tem liquidez e cresce.⁶¹

⁵⁸ MAGLIANO FILHO, Raymundo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.46.

⁵⁹ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.55.

⁶⁰ COUTO, Aguinaldo Pires. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.67.

⁶¹ DELFIM NETTO, Antonio. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.71.

Diferentemente do que ocorreu em 24 de outubro de 1929, marco do *crash* da Bolsa de Nova York, a bolha brasileira de 1971 não teve um dia “D”. O movimento especulativo, fundado na falta de informações e análises sobre as empresas, levou a uma depreciação dos papéis de forma gradual. Foi um processo que culminou, finalmente, numa crise, cujas repercussões se alargaram até 1976. Um facilitador desse processo foi o fato de que a liquidação das operações era feita de forma física. Os investidores esperavam por alguns dias que as companhias lhes entregassem as cautelas e realizassem os registros nos livros.

Contudo, junto com a crise, veio também a oportunidade para o avanço. Como afirmou Marta Barcellos, “a velha máxima de que é na crise que surgem as oportunidades se aplicou ao mercado de capitais a partir de 1972.”⁶² Nessa época, Alfredo Rizkallah estava a frente da gestão da Bovespa e encabeçou a modernização de seu sistema. A Bovespa passou, a partir de 1972, a ter um sistema de processamento de dados que lhe permitia a comunicação com todas as corretoras.

Em 1974, quando Mário Henrique Simonsen assumiu o Ministério da Fazenda, o mercado de capitais ganhou um defensor. Pela iniciativa de Simonsen é que as Leis nº6.385 e nº6.404 foram editadas em 1976. A primeira foi responsável por, dentre outros, criar a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A segunda é a Lei das Sociedades por Ações ou Lei das Sociedades Anônimas que, com algumas alterações desde então, permanece em vigor até os dias de hoje. Alfredo Lamy Filho, redator da Lei das S.A. em conjunto com José Luiz Bulhões Pedreira, afirmou o que segue ao ser questionado sobre a motivação do governo para alterar a legislação:

Não sei exatamente o que eles tinham em mente. Mas havia uma consciência no país de que era fundamental estimular a iniciativa privada, porque só existiam grandes companhias estatais. O Estado não pode visar o lucro, nem o funcionário público tem essa visão. [...] As companhias abertas eram, em sua maioria, aquelas sob o controle do Estado, porque inspiravam mais confiança a um público pouco afeito a recorrer à bolsa.⁶³

Sem dúvida alguma, essas legislações são um marco para a colocação do nosso mercado de capitais em outro patamar. Era extremamente necessária a criação de uma entidade específica e especializada para a fiscalização e regulação dos agentes de mercado. O Banco Central, através da Gemec e da Ismec (Inspetoria de Mercado de Capitais), não estava

⁶² BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.73.

⁶³ LAMY FILHO, Alfredo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.79.

apto para exercer esse papel, e um dos motivos para tanto era a falta dos mecanismos adequados para realizar as funções de polícia que lhe eram requeridas. Sem dúvidas, ele era mal aparelhado. Além disso, justamente por ser um braço da entidade que opera o sistema financeiro, a área de mercado de capitais acabou sendo colocada em segundo plano.

A Lei das S.A. veio com o intuito de preencher lacunas existentes à época, bem como aquelas que viriam a surgir muitos anos após a promulgação da lei. A ideia era fornecer maior segurança aos investidores por meio da adoção de uma melhor governança corporativa pelas companhias e adaptar o nosso mercado a questões que já tinham sido enfrentadas em outras jurisdições. A respeito da recepção da nova lei, Alfredo Lamy Filho comentou:

O Conselho do Instituto dos Advogados disse que a lei estava muito bem escrita. Lamentava, no entanto, aquele número de “instituições alienígenas”. Um exemplo era a ação sem valor nominal, que é fundamental, mas não era bem compreendida. Ora, nos Estados Unidos, há muito tempo havia a ação sem valor nominal, para conciliar as negociações com a noção de capital social. Implantamos outros conceitos que nem existiam ainda. A ação escritural também gerou desconfiança, porque ninguém conhecia. Mais tarde, Portugal iria copiar boa parte da nossa lei. Recebemos muitas consultas sobre a Lei das S.As., depois que foi aprovada. Tínhamos feito o casamento das instituições americanas com as instituições europeias. As instituições europeias são descendentes do Direito romano e sempre influenciaram a nossa legislação. Copiamos o código comercial francês, por exemplo. Nos Estados Unidos estavam as disciplinas importantes. O desafio era conciliar as instituições, sobretudo porque não havia mais tanto comércio com a Europa, e sim com os Estados Unidos.⁶⁴

Um fato interessante é que o então presidente Ernesto Geisel participou ativamente da elaboração da nova Lei das S.A. Embora a decisão tenha sido de não se seguir com a edição de um decreto-lei, ou seja, um ato executivo, mas sim com uma regulamentação originária do poder legislativo para dar maior legitimidade, Geisel opinou durante todo o processo de confecção da lei.⁶⁵

A formação original do Colegiado da CVM foi desenhada por Roberto Teixeira da Costa, o primeiro presidente da referida autarquia, com o aval de Mário Henrique Simonsen.

⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.79.

⁶⁵ De acordo com João Paulo dos Reis Velloso, ministro do Planejamento entre 1969 e 1979: “Particpei de reuniões em que estavam presentes o presidente Geisel, Simonsen, Lamy e Bulhões Pedreira, com o objetivo de discutir o texto da lei, artigo por artigo. Naquele momento, era como se ele não fosse presidente da República. Claro que a palavra final seria dele, mas ele opinava e queria saber o porquê de cada trecho da lei. Esse era o seu estilo. Todas as decisões importantes do governo foram tomadas dessa forma. O presidente levava para casa, lia, anotava as suas dúvidas. Depois, recebíamos de volta o texto, com suas anotações. Fazíamos uma reunião e a explicávamos por que era daquela forma. Nunca fizemos nada que não fosse autorizado por ele, sempre precisávamos convencê-lo. O caso da Lei das S.As. não foi diferente.” (VELLOSO, João Paulo dos Reis. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.92).

Ele contou com total poder de decisão, outorgado pelo ministro da Fazenda, para selecionar os nomes que integrariam a sua equipe. Para a sede da CVM, naturalmente foi escolhida a cidade do Rio de Janeiro, uma vez que a maior bolsa do país se encontrava nesse local.

A CVM tinha por objetivo regular, educar e promover o desenvolvimento do mercado de capitais. As bolsas de valores, por sua vez, passaram a atuar como aliadas da autarquia na fiscalização das operações. Muitos dos conceitos que hoje são entendidos como básicos para o bom andamento do mercado estavam muito distantes de ser aplicados à época. Um exemplo diz respeito à obtenção e manutenção do registro das companhias abertas: o Banco Central apenas exigia que a companhia arquivasse determinada documentação para conceder-lhe o registro de companhia aberta, cujas informações permaneciam sigilosas; a CVM instituiu que as informações deveriam ser divulgadas ao público e atualizadas periodicamente.

O primeiro caso de maior repercussão da atuação da CVM envolveu a venda de um expressivo lote de ações de emissão da Vale detidas pelo Tesouro Nacional. O Caso Vale, como ficou conhecido, estampou as capas dos jornais de 1979 e 1980. A venda das ações teria ocorrido sem que o governo ou a corretora previamente avisassem o mercado e registrassem a operação, o que configuraria uma infração à regulamentação da época. Foi instaurado um processo pela CVM, o qual foi julgado no final de 1980. Entendeu-se que o governo não teve qualquer responsabilidade pela infração; apenas o dono da corretora foi multado e a própria corretora e seu operador foram advertidos. No entanto, para a opinião pública, a CVM errou ao deixar de punir o governo, pois o Estado teria realizado a venda com o intuito de manipular o mercado. Ernane Galvêas, presidente do Banco Central à época, entende que a venda foi absolutamente legítima e que era obrigação do conselho de administração da bolsa intervir nos pregões se entendesse necessário⁶⁶.

A ressaca da crise estava diminuindo e, em 1986, foi fundada a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F. Idealizada pelo então presidente da Bovespa, Eduardo da Rocha Azevedo, que se inspirou na Chicago Mercantile Exchange, o objetivo era criar um canal especificamente voltado para o mercado futuro e de *commodities*.

No final dos anos 1980, justamente quando o mercado tentava se recuperar da estagnação vivida nos últimos tempos, ocorreu um caso polêmico e com repercussões nefastas. Em 1989, Naji Nahas foi responsável pela maior especulação financeira do Brasil, na qual inflou artificialmente os preços das ações em que tinha interesse para auferir lucro.

⁶⁶ GALVÊAS, Ernane. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.102-103.

Nahas era tido como um megainvestidor e megaespeculador do mercado. Atuando em duas vertentes – compra de opções de ações no mercado futuro e compra de ações no mercado à vista –, o objetivo era fazer com que as ações se valorizassem para que o preço de exercício das opções fosse inferior ao preço de negociação e, após o exercício das opções, tivesse um lucro vultoso com a venda dos papéis. Nahas tirava vantagem do prazo estabelecido pela bolsa para liquidação financeira das compras de ações e financiava grande parte de seu movimento especulativo através de empréstimos financeiros, ou seja, ele adquiria ações mesmo sem ter dinheiro disponível para tanto. Além disso, Nahas atuava muitas vezes nas pontas compradora e vendedora, realizando operações conhecidas pelo mercado como “Zé-com-Zé”, conforme explicou Alexandre Versignassi:

Nahas só se complicou quando o presidente da Bovespa, cansado das manipulações, convenceu os bancos que emprestavam para Nahas a fechar as torneiras de dinheiro. Só que ele já tinha passado milhões de dólares em cheques para comprar mais ações da Vale. Como os empréstimos não vieram, os cheques voltaram. Estavam sem fundos. E as corretoras que intermediaram a compra ficaram com a dívida.⁶⁷

Em 9 de junho de 1989, sexta-feira, os cheques de Nahas, na quantia de NCz\$ 44,0 milhões, voltaram. Além desse montante, ele tinha quase NCz\$ 400,0 milhões em transações que venceriam na semana seguinte. Sem financiamento, Naji Nahas não pode honrar suas dívidas. Eduardo da Rocha Azevedo, então presidente da Bovespa, deu o seu relato sobre o Caso Nahas:

Foi uma coisa horrorosa... Já em 1988, começamos a descobrir umas operações na Bovespa. O fundamento é o seguinte: a bolsa é uma entidade sem fins lucrativos, auxiliada pelo poder público. Serve para garantir as operações feitas no seu recinto, além de dar flexibilidade a essas operações. Mas, quando uma corretora não paga, a bolsa é obrigada a pagar. Começamos a descobrir que todas as operações do Nahas eram feitas com a compra por uma corretora pequena e a venda por uma grande. Naquela época, a liquidação era em D+5, ou seja, a liquidação demorava cinco dias. No quinto dia, a corretora pequena dava um cheque para a bolsa, para uma operação muito grande. A bolsa depositava aquele cheque e liberava as ações da custódia para essa corretora. No dia seguinte, o Nahas ia ao mercado, vendia aquelas ações e recebia em D zero. Isto é, o financiador dele depositava o dinheiro na sua conta e cobrava cinco dias de juros dele.

[...]

A questão era: se o cheque voltasse, não haveria garantia. A corretora era pequena, não tinha patrimônio para cobrir. A bolsa teria um prejuízo, e não teria mais as ações, que já foram transferidas para a custódia de uma outra operação. Ainda em 1988, alertei a CVM sobre o que estava acontecendo. Aquela operação já estava em US\$80 milhões na Bolsa de São Paulo, que não tinha patrimônio para isso. Ia virar uma bola de neve. Mais tarde, isso ficaria provado nos autos do processo que foi aberto. Ao mesmo tempo, o Nahas ia ao mercado futuro e comprava índice futuro. Subia os preços. Para pagar esses cinco dias de juros, as ações tinham que subir,

⁶⁷ VERSIGNASSI, Alexandre. **Como Naji Nahas fez a bolsa subir 2000%** – e quebrou o mercado no dia seguinte. Disponível em: <http://super.abril.com.br/blogs/crash/naji-nahas>. Acesso em: 08 nov.2015.

porque se caíssem ele ia ter de arcar com o prejuízo, mais os juros. O que ele fazia? Um rolo compressor para as ações só subirem.
 [...] Nabuco me telefonou para dizer que tinha descoberto um jeito de frear aquilo em São Paulo. “Dentro do regulamento, podemos fazer o seguinte: a corretora paga o D+5, e a gente só transfere a custódia na bolsa quando o cheque compensar.” Aí a gente para o D+0. Eu disse para ele fazer.
 Dez dias depois, o negócio foi todo para a Bolsa do Rio. [...] ⁶⁸

Diante desse cenário, a CVM decidiu decretar recesso em todas as bolsas do Brasil na segunda-feira seguinte, 12 de junho, além de adotar mecanismos de defesa no dia 13 de junho para conter grandes oscilações. A verdade é que a Bolsa do Rio não teria caixa para liquidar suas operações na segunda-feira. O clima de instabilidade era inegável. O resultado desse episódio – responsável por mais uma crise no mercado de capitais – é o que segue:

O investidor teve prisão preventiva decretada e, em 1996, foi multado em R\$10 milhões pela CVM. Cumpriu prisão domiciliar até conseguir um habeas corpus, em 1990. Em 97, ele foi condenado a 24 anos e oito meses pela 25ª Vara Federal do Rio. Recorreu e ganhou o direito de ficar em liberdade.
 Em 2007, a Terceira Turma do Tribunal Regional Federal da 2ª Região (TRF-2), declarou a inexistência de qualquer crime do megainvestidor Naji Nahas contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei do Colarinho Branco). Nahas entrou com ação judicial contra a Bolsa do Rio – hoje propriedade da paulistana Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) – e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), pedindo indenização de 10 bilhões por danos materiais. ⁶⁹

Adicionalmente, algumas corretoras e distribuidoras foram liquidadas extrajudicialmente pelo Banco Central por não conseguirem arcar com os volumes deixados em aberto por Nahas. A Bolsa do Rio de Janeiro teve de usar suas reservas para cobrir parte das perdas decorrentes daquela manipulação.

Em 1991, duas importantes medidas foram tomadas: (I) a permissão para que investidores institucionais não residentes investissem diretamente no mercado de renda variável brasileiro, por meio da adição do Regulamento Anexo IV à Resolução nº1.289/87; e (II) a criação dos certificados de depósitos representativos de ações (*depository receipts*) emitidos e negociados no exterior, por meio da adição do Regulamento Anexo V à Resolução nº1.289/87, o que passou a permitir que sociedades brasileiras acessassem o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas estrangeiras.

⁶⁸ AZEVEDO, Eduardo da Rocha. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.149.

⁶⁹ O GLOBO ONLINE. **O homem que quebrou a Bolsa de Valores do Rio**. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/o-homem-que-quebrou-bolsa-de-valores-do-rio-3609758#ixzz3qxGNPvCm>. Acesso em: 08 nov.2015.

No entanto, a situação macroeconômica era muito desfavorável: a inflação estava altíssima e o cenário político permanecia abalado com o *impeachment* do presidente Fernando Collor. Como aponta Ary Oswaldo Mattos Filho, presidente da CVM de 1990 a 1992, “a situação orçamentária do país era dramática. Não havia dinheiro para pagar uma diária de um fiscal que precisasse fazer uma fiscalização em outra cidade.”⁷⁰ Assim, o início da década de 1990 não foi marcada por muitas empresas entrando no mercado. A esse respeito, o depoimento de Ary Oswaldo Mattos Filho:

Na época, dizia-se: o mercado secundário não tem liquidez, porque os fundos de pensão ficam sentados em cima do papel. Os fundos argumentavam: o mercado não tem liquidez porque não tem preço; não posso comprar um papel caro e depois vender barato. Ou seja, precisaria haver uma conjunção de vontades entre emitentes, compradores, vendedores e intermediários. A conjunção só ocorreu poucos anos atrás, com o Novo Mercado. A partir de 1991, o volume melhorou, mas não havia preço. Sem preço, os emitentes não vêm a mercado. Também existia aquela eterna discussão: se, em época de inflação, o mercado é ruim porque a renda fixa remunera melhor.⁷¹

Importante destacar que, na década de 1990, a Bovespa foi completamente informatizada: foram implantados o sistema Mega Bolsa – que multiplicou a velocidade e a qualidade do processamento de informações – e o *Home Broker* – que permitia ao investidor transmitir sua ordem de compra ou venda por meio do *site* da corretora ao Mega Bolsa. Além disso, em meados de 1990, foi constituída a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que passou a oferecer uma estrutura moderna de câmara de compensação e central depositária, permitindo a participação de instituições bancárias nas atividades de agentes de compensação⁷².

No Rio de Janeiro, o impacto do Caso Nahas foi estrondoso. Além dos prejuízos decorrentes do próprio escândalo, a Bolsa do Rio de Janeiro viu sua receita atingir patamares cada vez menores e teve, por isso, de reduzir seus custos ao máximo. Não é por acaso que Nahas ficou conhecido como “o homem que quebrou a Bolsa do Rio”. Como resultado, a Bovespa foi conquistando cada vez mais espaço no mercado. Até que, em 28 de abril de 2000, foi realizado o último pregão na bolsa carioca e, visando criar uma única instituição que pudesse competir no âmbito global, ela foi unificada à Bovespa. As demais bolsas existentes

⁷⁰ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.169.

⁷¹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p.172.

⁷² Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>. Acesso em: 09 nov.2015.

no país à época também encerraram suas atividades e muitos de seus ativos foram adquiridos pela Bovespa.

Em 1997, no intuito de facilitar as privatizações pretendidas pelo governo, a Lei das S.A. foi alterada para retirar a previsão de que era necessário realizar uma oferta pública de aquisição de ações no caso de alienação de controle (*tag along*). Essa manobra extremamente prejudicial aos acionistas minoritários serviu ao menos de motivação para a criação dos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa, especialmente do Novo Mercado. Esse segmento foi baseado no modelo alemão da Bolsa de Frankfurt – Neuer Markt –, criado em 1997 para empresas de tecnologia. A ideia era adaptar o modelo europeu para a realidade brasileira. Portanto, resolveu-se que todas as empresas, independentemente da atividade que exercessem, poderiam aderir ao padrão de excelência. Assim, em dezembro de 2000, foi criado o Novo Mercado, cuja principal característica é somente permitir a existência de ações ordinárias. Além dele, foram criados os segmentos intitulados Nível 1 e Nível 2, os quais contêm regras menos restritivas de governança em comparação ao Novo Mercado, mas apresentam um avanço em relação ao que dispõe a legislação. A respeito da importância do Novo Mercado para a evolução do nosso mercado de capitais, Ney Carvalho opina:

O ponto fundamental, o foco criado pelo Novo Mercado foi uma mudança de conceitos, de atitude perante a própria existência das companhias abertas. O Novo Mercado, ao introduzir a adesão voluntária às suas regras de funcionamento, permitiu sem se imiscuir na vida interna de cada empresa, um ordenamento mais eficiente de suas relações com os investidores e o mercado. Os compromissos são assumidos por livre e espontânea vontade das pessoas jurídicas e seus órgãos diretivos. Nada é imposto, a não ser os princípios. Trata-se de mudança fundamental de filosofia em relação às antigas determinações de conduta, forçadas pelo Estado interventor.⁷³

A importância da criação dos segmentos especiais de governança corporativa está também atrelada ao fato de que, naquela vez, a mudança adveio de uma iniciativa privada e não pela intervenção do governo como de costume. Em 2001, foi promulgada a Lei nº10.303 que alterou a Lei das S.A. Dentre as modificações introduzidas se encontram o retorno do *tag along*, a obrigatoriedade de se realizar uma OPA a preço justo para fechar o capital, a imposição do limite de até 50% do capital social composto por ações preferenciais e a proibição de emissão de partes beneficiárias por companhias abertas.

Em 2002, foi editada a Lei nº10.411, que alterou a Lei nº6.385/76, por meio da qual a CVM tornou-se uma entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da

⁷³ CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2014, p.305.

Fazenda. Além disso, estabeleceu-se que a autarquia possui personalidade jurídica e patrimônio próprios, é dotada de autoridade administrativa independente, não apresenta subordinação hierárquica, goza de mandato fixo, garante estabilidade a seus dirigentes, e possui autonomia financeira e orçamentária.

A partir de 2003, o mercado de capitais se reaqueceu. Em 2007, atingimos o ápice: 64 companhias abriram seu capital⁷⁴. No entanto, a crise dos Estados Unidos de 2008 trouxe uma nova instabilidade para o nosso mercado e o número de ofertas voltou a cair: tivemos 22 ofertas públicas em 2011, 12 em 2012 e 15 em 2013.⁷⁵

Em 2005, foi encerrado o pregão viva-voz e mantido apenas o pregão eletrônico. Em 28 de agosto de 2007, foi aprovada a desmutualização da Bovespa, ou seja, sua transformação de uma sociedade de pessoas em uma sociedade de capital, com fins econômicos. Os detentores de títulos patrimoniais da Bovespa e de ações da CBLC tornaram-se acionistas da Bovespa Holding. Em outubro de 2007, foi lançado o IPO da Bovespa Holding, cujas ações foram listadas no Novo Mercado. Em 20 de setembro de 2007, foi aprovada também a desmutualização da BM&F e, em novembro daquele ano, realizado o IPO da BM&F. Em fevereiro de 2008, a BM&F e a Bovespa anunciaram ao mercado a intenção de se fundir em uma única companhia, de modo que a BM&FBOVESPA foi criada em maio de 2008 a partir desta integração.

Mais recentemente, em meados dos anos 2000, a BM&FBOVESPA criou outro segmento especial de governança corporativa intitulado BOVESPA MAIS. Quando foi criado, o segmento era voltado para a listagem no mercado de balcão organizado da BM&FBOVESPA. Em 2014, alterou-se para o mercado de bolsa. Este segmento é voltado para empresas de pequeno e médio porte que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual. Aos seus aderentes, são impostas regras de elevado padrão de governança, muito similares ao Novo Mercado, contando inclusive com a exigência de possuírem apenas ações ordinárias. A vantagem é que não há a necessidade de se ter um *free float* (ações em circulação) de, no mínimo, 25% desde o momento da listagem; o segmento possibilita que essa obrigação seja atingida em até sete anos, o que permite às companhias listadas uma exposição e uma consolidação no mercado previamente à realização de uma oferta pública. Em 2014, foi criado um outro segmento – o BOVESPA MAIS Nível 2 – voltado ao mercado

⁷⁴ MUTO, Silvio. Acabamentos por fazer. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, 2011, ed.92, p.20.

⁷⁵ PRESTES, Cristine. Bases sólidas. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, 2014, ed.125, p.36.

de acesso, empresas de pequeno e médio porte, que muito se assemelha ao Nível 2, porém concede às empresas aderentes o período de até sete anos para atingir um *free float* de 25%.

Podemos notar que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro esteve por muito tempo atrelado a medidas governamentais de incentivo ou desincentivo. É claro que, até os dias de hoje, o governo ainda faz uso de alguns estímulos para atrair investidores, como é o caso da alíquota zero de imposto relativa à renda incidente sobre os rendimentos decorrentes de debêntures de infraestrutura⁷⁶. No entanto, a partir do momento em que ganhou pernas próprias, o mercado foi se tornando mais independente e vinculado às normas de regulação e de autorregulação. A fomentação pode ainda ser importante em determinadas circunstâncias, mas acreditamos que os papéis exercidos pela CVM e pela BM&FBOVESPA dão a solidez necessária para que, com a ajuda das conjeturas política e econômica, o mercado de capitais brasileiro atinja patamares ainda inalcançados.

⁷⁶ A esse respeito, ver a Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.

3 A AÇÃO

3.1 Conceito

Visamos, por meio desse estudo, analisar os preceitos jurídicos que viabilizam e legitimam uma operação – o empréstimo – possível de ser realizada com as ações emitidas por determinada sociedade. Por esse motivo, preliminarmente, cremos ser essencial tecer alguns breves comentários acerca desse valor mobiliário, sua classificação e sua natureza jurídica.

Afinal, o que é uma ação? Ao dizermos que certa pessoa possui ações de uma sociedade, qual é a mensagem que temos por objetivo passar? De acordo com Ary Oswaldo Mattos Filho, “o significado do termo ‘ação’ se perde na neblina do tempo. Na Europa continental, a palavra ‘ação’ deriva de uma única raiz (‘actio’), mas sua etimologia permanece obscura.”^{77 78} Ainda de acordo com o autor, “a utilização da palavra ‘ação’ nos foi legada pelas legislações da Europa continental, tendo sido por nós adotada, no mínimo, desde a edição do Código Comercial de 1850 [...]”.⁷⁹

Diferentemente de tantos outros valores mobiliários que podem vir a ser emitidos pelas sociedades por ações, a ação se caracteriza por conferir ao seu titular uma qualidade extraordinária, qual seja, a de ser parte do negócio, indiretamente afetado pelos lucros e riscos que atingem a sociedade.

Assim, todos que possuírem ações de emissão de uma mesma sociedade se tornam participantes daquele negócio. A influência a ser exercida sob a referida sociedade e o retorno financeiro que poderá dela decorrer estão diretamente relacionados ao montante investido. Para que essas questões possam ser aferidas, é necessário que as ações de uma mesma espécie e classe possam ser comparáveis entre si e, conseqüentemente, atribuam os mesmos direitos aos seus detentores. Por isso, diz-se que as ações são uma divisão do capital social em partes de valores iguais. Nas palavras de Pontes de Miranda, “a ação exprime que o acionista entrou

⁷⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. v.1. Dos valores mobiliários. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p.198.

⁷⁸ Ainda sobre a origem da palavra ação: “Waldemar Ferreira expressa dúvidas quanto à origem do termo, ligando-a à alegada movimentação ocorrida quando da subscrição do capital da Companhia das Índias Orientais e conseqüente negociação das mesmas na Bolsa de Amsterdã. Já Nicola Gasperoni nos diz que o termo ‘azione’ foi usado pela primeira vez na Holanda no início do século XVII em relação aos condomínios navais de então, o ‘carati’.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. v.1. Dos valores mobiliários. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p.198).

⁷⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. v.1. Dos valores mobiliários. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p.201.

com a sua parte no capital, ou por ela se responsabilizou”⁸⁰. Sobre o conceito de ação, Trajano de Miranda Valverde expressa o que segue:

O capital das sociedades anônimas divide-se em partes, de valor igual. Cada uma dessas partes, consideradas como unidades, recebe o nome de ação.

Além desse significado, a palavra ação é, modernamente, usada para designar a qualidade de sócio, o complexo resultante dos direitos e obrigações, e, finalmente, o certificado ou documento, que prova aquela qualidade.

A variedade de significados denuncia a natureza jurídica complexa da ação. Incluída, porque se apresenta como valor circulante no mercado, na vasta categoria dos títulos ou papéis de crédito, não perde, entretanto, o principal característico jurídico (nº95), o de conferir ao seu titular um status, o estado de sócio do qual derivam direitos e obrigações. Direitos e obrigações, que se perdem ou se adquirem, perdendo-se ou adquirindo-se a qualidade de membro ou acionista.⁸¹(grifo nosso).

Ainda a respeito do conceito de ação:

A ação constitui um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o *status socii*, ou seja, o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social.⁸²

Ao analisarmos os conceitos de “ação” utilizados acima, não conseguimos nos afastar da inevitável associação à terminologia “capital social”. Para compreendermos o real conceito desse valor mobiliário, é necessário, portanto, darmos um passo para trás e analisarmos, brevemente, em que constitui o capital social.

É um tanto quanto óbvio que, para iniciar suas atividades, as sociedades necessitam de recursos que podem advir dos sócios, ou seja, daqueles que decidem participar do negócio e investir no desenvolvimento da atividade a ser desempenhada pela sociedade, ou de terceiros, tais como as instituições financeiras. Importante ressaltar que, na formação de uma sociedade, é possível a combinação dos dois tipos de recursos, mas é imprescindível que os sócios aportem um montante inicial que constituirá o ativo da sociedade naquele momento. Pois bem, no primeiro caso, os sócios capitalizam a sociedade, sem criar qualquer obrigação de restituição dos montantes por eles aportados. Já no segundo caso, cria-se uma dívida com um ente que não participa do negócio. A primeira possibilidade de proveniência dos recursos constitui o que chamamos de capital social, o qual nada mais é do que a contribuição dos

⁸⁰ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Direito das Obrigações, tomo L: sociedade por ações. Atualizado por Alfredo Assis Gonçalves Neto. São Paulo: RT, 2012, p.103.

⁸¹ VALVERDE, Trajano de Miranda apud ASCARELLI, Tullio. **Ensaio e Pareceres**. Circulação das Ações e Crédito do Acionista. São Paulo: Saraiva, 1952, p.143.

⁸² EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, p.57.

sócios para o desenvolvimento da empresa; é também chamado, no jargão de mercado, de “capital próprio” da sociedade, uma alusão ao fato de que, a partir do momento em que o investimento foi aportado à sociedade, aquele recurso passa a integrar sua propriedade e não cria, como contrapartida, uma obrigação, um aumento em seu passivo. O financiamento por meio de entes que não integram o negócio constitui o que o mercado costuma denominar de “capital de terceiros”, ou seja, investimentos realizados por terceiros alheios à sociedade que desencadeiam, como contrapartida, a criação de um ônus, um passivo para a sociedade.

O capital social é formado, portanto, pelos valores contribuídos pelos acionistas a certa sociedade, os quais são destinados ao seu funcionamento. No momento da constituição de uma sociedade, faz-se necessário estipular no estatuto social o montante de seu capital social e, ainda, como ele será dividido. As ações constituem a forma mediante a qual o capital social de uma sociedade por ações é dividido. Assim, o estatuto social sempre vai abordar o montante em reais do capital social e a quantidade de ações emitidas. Cada ação corresponde a uma fração do capital social. A esse respeito, Fábio Ulhoa Coelho entende que:

Ao fracionar o capital social da anônima em valores mobiliários, a lei facilita a negociação da participação societária desse tipo de sociedade e ressalta a natureza de investimento do ato de ingresso no seu quadro de sócios. Claro que participar de sociedade limitada também é investir, empregar dinheiro numa atividade econômica, mas, na medida em que esta última se define como sociedade contratual, a negociação da quota normalmente encontra maiores obstáculos que a da ação.⁸³

O capital social pode ser aumentado – tanto de forma privada quanto por meio de ofertas públicas – de acordo com a necessidade de recursos pela sociedade e, preferencialmente, após uma análise de mercado para verificação do que lhe é menos custoso e mais interessante para si e para seus acionistas. É necessário realizar uma análise casuística das reais necessidades da sociedade e das oportunidades oferecidas tanto no mercado financeiro quanto no de capitais. Se a opção escolhida for se financiar por meio da realização de aumento de capital, novas ações deverão ser emitidas e entregues pela sociedade aos seus acionistas.

⁸³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.103.

3.1.1 Características

Algumas características da ação valem ser aqui destacadas. De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

São características da ação de companhia, que a distinguem dos demais tipos de participação societária: (a) a padronização: em cada sociedade as ações da mesma espécie e classe conferem iguais direitos, mas essa característica pode ser encontrada também nas quotas das sociedades limitadas e nas quotas-partes das cooperativas; (b) a incorporação em valor mobiliário, que somente existe nas sociedades por ações; (c) a circulabilidade, que decorre da natureza de valor mobiliário; e (d) a limitação da responsabilidade dos acionistas ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas.⁸⁴

As características descritas acima advêm dos direitos e obrigações conferidos pela ação a seu titular. Além disso, temos como característica adicional da ação o fato de, diferentemente do que ocorre nas sociedades limitadas, permitir a desvinculação da pessoa do acionista, uma vez que a sua substituição não implica em alteração estatutária. As ações podem ser transferidas sem que, para tanto, deva ser realizada qualquer modificação no estatuto social da companhia.

Finalmente, outra característica que merece ser mencionada diz respeito à indivisibilidade da ação. Nos termos do artigo 28 da Lei das S.A., as ações são indivisíveis em relação à sociedade. Não é possível, portanto, que existam frações de ações. Importantes as palavras de Modesto Carvalhosa a esse respeito:

Portanto, a indivisibilidade das ações relaciona-se diretamente com os direitos conferidos pela ação que não podem ser divididos. [...] Essa indivisibilidade de direitos não significa que haja impedimento de cessão isolada de alguns deles, como os de subscrição ou de recebimento de dividendos. Essas cessões não podem, no entanto, ter por objeto frações de subscrição ou de dividendos, observando-se, sempre, o princípio da unidade da ação.⁸⁵

De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, “na fase inicial de difusão das companhias, circularam frações de ação, mas os problemas decorrentes desse fracionamento levaram as leis de companhias a estabelecer a indivisibilidade da ação.”⁸⁶ É

⁸⁴ PEDREIRA, José Bulhões Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. In: (Coord.) PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das companhias**. v.1 Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.219.

⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.284-285.

⁸⁶ PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. In: (Coord.) PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das companhias**. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.219.

claro que uma mesma ação pode ser detida por mais de uma pessoa, havendo, nesse caso, um condomínio. No entanto, os direitos que delas decorrem não podem ser exercidos de forma separada, mas sim pelo representante do condomínio.

3.2 Classificação

As ações podem ser classificadas levando-se em consideração diferentes aspectos. O primeiro deles é a espécie; a Lei das S.A. estabeleceu três espécies possíveis de existir em uma sociedade por ações – as ações ordinárias, preferenciais ou de fruição –, por meio das quais são atribuídos diferentes direitos e restrições aos seus titulares. O segundo aspecto se baseia na forma pela qual a titularidade das ações é transferida e assim se divide entre ações nominativas e escriturais. O terceiro, e último, aspecto é a classe a que a ação pertence; assim como a espécie, cada classe possibilita que seus titulares compartilhem os mesmos direitos e restrições, no entanto, diferentemente das espécies definidas em lei, as características atribuídas a cada classe são exclusivamente definidas pelo estatuto social. Vejamos, a seguir, o detalhamento dessas classificações.

3.2.1 Espécies

As ações podem ser classificadas de acordo com os direitos e vantagens atribuídos aos seus detentores. Nesse sentido, verificamos a existência de três possíveis espécies: (I) as ações ordinárias, (II) as ações preferenciais e (III) as ações de fruição. O capital social de uma sociedade por ações deve, necessariamente, ser composto por ações ordinárias. Já as outras duas espécies são de emissão facultativa.

Primeiramente, vale destacar que a atual redação da Lei das S.A. permite que o capital de uma sociedade por ações seja composto por até metade de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição no exercício desse direito. Esse limite foi introduzido pela Lei nº10.303/2001 e é aplicável: (I) às companhias abertas ou fechadas constituídas após a entrada em vigor da referida lei, ou seja após 1º de março de 2002; e (II) às companhias fechadas constituídas anteriormente a 1º de março de 2002 que decidam abrir o capital com a emissão de ações preferenciais após 1º de março de 2002. As companhias fechadas que permanecerem como tal e as companhias abertas, ambas existentes antes de 1º de março de 2002, podem

utilizar o limite estabelecido pela legislação de 2/3 (dois terços) do capital social em ações preferenciais.

As ações ordinárias são assim intituladas por conferirem aos seus titulares os direitos de um sócio comum. Não lhes são asseguradas quaisquer vantagens, bem como elas não se sujeitam a quaisquer restrições.⁸⁷ O marco mais evidente de que determinada ação é da espécie ordinária é o direito de voto, na grande maioria das vezes, pleno. Em razão da possibilidade de exercício do direito de voto, ou seja, de se fazer representar nas assembleias gerais, é que os acionistas controladores de uma sociedade devem ser, inevitavelmente, titulares de ações ordinárias.

As ações preferenciais, por sua vez, conferem uma vantagem, uma preferência, em relação às ações ordinárias. De acordo com o artigo 19 da Lei das S.A., no estatuto social da sociedade por ações devem estar previstas as vantagens ou preferências atribuídas às ações preferenciais.

Tais preferências ou vantagens podem consistir: (I) em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (II) em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (III) na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os itens (I) e (II)⁸⁸. Em adição às vantagens patrimoniais, é admissível a atribuição de vantagens políticas, quais sejam, o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração ou o direito de vetar determinadas alterações estatutárias. De acordo com Nelson Eizirik, as vantagens políticas “são admitidas como acréscimo às vantagens patrimoniais; no regime societário brasileiro não podem existir ações preferenciais que tenham apenas vantagens políticas.”^{89 90} Para Eizirik, a subtração do direito de voto deve ser compensada por um privilégio econômico, por essa razão a atribuição de certos direitos políticos não seria capaz de afastar a atribuição de vantagens econômicas aos preferencialistas⁹¹.

Cabe ressaltar que a Lei das S.A. determinou que, em relação a algumas matérias específicas, os preferencialistas têm direito de voto, independentemente de previsão estatutária, tais como na eleição em separado de membro do conselho fiscal (artigo 161, §4º,

⁸⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.120-121.

⁸⁸ Artigo 17 da Lei das S.A.

⁸⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.175-176.

⁹⁰ Nesse sentido, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho “Ação como participação societária”. In: (Coord.) LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. v.I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.260. Em sentido contrário: LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas**. In: **Pareceres**, v. II, São Paulo: Singular, 2004, p.837-848 e COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial** v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.121.

⁹¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.176.

“a”) e na alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida (artigo 136, §1º). Por essa razão, não podemos afirmar que a negativa do direito de voto aos preferencialistas é absoluta. Em determinados casos, eles não só têm direito de voto (artigo 161, §4º, “a”), como também é imprescindível que aprovem a matéria (artigo 136, §1º).

Adicionalmente, a Lei das S.A. estabelece uma especificidade em relação às ações preferenciais de emissão de companhias abertas negociadas no mercado. Para a admissão dessas ações à negociação no mercado de valores mobiliários, é necessária a atribuição de, pelo menos, uma das seguintes preferências ou vantagens: (I) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do artigo 202, de acordo com o seguinte critério: (a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste item correspondente a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e (b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item (a); ou (II) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (III) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.⁹²

Dessa forma, as ações ordinárias são voltadas àqueles investidores que têm interesse em possuir poder político na sociedade por ações; já as ações preferenciais, por serem desprovidas dessa característica – ainda que não de forma absoluta –, atraem os investidores que não têm interesse em participar do direcionamento da sociedade, pois se contentam em auferir os possíveis lucros decorrentes da empresa.

Além das ações ordinárias e das ações preferenciais, a Lei das S.A. estabeleceu, ainda, uma terceira espécie: as ações de fruição. A existência dessa espécie está prevista no artigo 15 da Lei das S.A., no entanto, ela é pouco utilizada na prática do mercado brasileiro. Como aponta Nelson Eizirik,

a ação de fruição [...] é aquela distribuída ao acionista quando sua ação, ordinária ou preferencial, é amortizada, ou seja, quando a sociedade distribui aos acionistas importâncias que eles teriam direito a receber na liquidação da sociedade, o que somente pode ocorrer à conta de lucros ou reservas disponíveis, portanto, sem redução do capital social.⁹³

⁹² Artigo 17, §1º da Lei das S.A.

⁹³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.147.

Para o autor, os mesmos direitos atribuídos às ações antes da antecipação da liquidação, fossem elas ordinárias ou preferenciais, são mantidos com a entrega das ações de fruição⁹⁴. Modesto Carvalhosa⁹⁵ e Fábio Ulhoa Coelho divergem deste entendimento. Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho,

se as restrições relativas às ações de fruição [...] não [estão] definidas pelo estatuto, devem ser especificadas pela assembleia geral. Desse modo, um preferencialista pode, ao receber ações de fruição em troca das suas preferenciais não votantes, adquirir o direito de voto, se essa é, por exemplo, a prescrição constante dos estatutos.⁹⁶

Os demais direitos essenciais previstos no artigo 109 da Lei das S.A. são, entretanto, mantidos.

Ainda que existam essas duas posições diferentes acerca dos direitos e limitações das ações de fruição, três restrições são naturalmente impostas a elas em decorrência dos dispositivos legais e da interpretação extensiva das questões envolvendo a amortização das ações. A principal dessas restrições consiste no fato de que o acionista titular de ações de fruição perde o direito, *a priori*, de participar do rateio no caso de liquidação da sociedade, uma vez que os valores que lhe seriam devidos foram antecipados. Nos termos do artigo 44, §5º da Lei das S.A., ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização. Além da restrição na participação da liquidação, há outra limitação a ser considerada. Tendo em vista a amortização das ações, o valor a ser pago em razão do exercício do direito de recesso – que é assegurado ao titular de ações de fruição – deve considerar a antecipação já efetuada ao acionista. Ainda, em razão de ter amortizado sua participação no capital social da sociedade, não faria sentido atribuir-lhe juros sobre capital próprio. A terceira e última restrição se refere, portanto, à impossibilidade de pagar juros sobre um investimento que não mais existe.

3.2.2 Forma

A Lei das S.A. determina duas formas possíveis de se transferir a titularidade de uma ação: por meio do registro nos livros de registro de ações nominativas e de registro de transferência de ações da sociedade ou nos assentamentos de uma instituição financeira

⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.147.

⁹⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.189.

⁹⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.129.

contratada para a prestação de serviços de depósito. A primeira forma é representada pelas ações nominativas; já a segunda, pelas ações escriturais.

Nelson Eizirik entende que as ações escriturais são uma subforma das ações nominativas⁹⁷. Modesto Carvalhosa compartilha deste mesmo entendimento:

Apesar dessas características próprias, forçoso é concluir que, quanto à forma, as ações são nominativas, as quais, por sua vez, subdividem-se em registradas e escriturais. Quanto às registradas, a propriedade decorre da inscrição do nome do acionista no Livro de Registro de Ações Nominativas (art.31) ou no lançamento na instituição custodiante. Quanto às escriturais, a propriedade decorre da existência de uma conta corrente em nome de seu titular em instituição financeira (arts.34 e 293). A característica comum a ambas as subformas é a nominatividade, como requisito de propriedade e transferência.⁹⁸

Tanto para as ações puramente nominativas (ou registradas) quanto para as ações escriturais, a simples celebração de um contrato de alienação de ações, ou de empréstimo, não gera a transferência em si do ativo. É necessário que a transferência seja operacionalizada nos registros aplicáveis, quais sejam, nos livros societários de registro e transferência de ações ou nos assentamentos da instituição depositária.

É mais usual que companhias fechadas utilizem a forma nominativa (registrada) e registrem as ações de sua emissão em livros mantidos na sede da sociedade. Isso se justifica, pois não há um mercado secundário líquido que demande um método mais eficaz para registrar as diversas transferências ocorridas no dia-a-dia da companhia. Com isso, tais sociedades poupam um gasto que não é, por ora, necessário. A transferência é efetuada por meio do registro e assinatura de ambas as partes no livro de registro de transferência de ações nominativas da sociedade, o que levará à atualização do livro de registro de ações nominativas em que consta a posição acionária de todos os acionistas. Assim como todos os livros societários, os livros de registro e transferência de ações devem ser registrados na junta comercial do estado onde se localiza a sede da sociedade. Vale destacar que poderá ser emitido um certificado em nome do acionista, que terá como única função atestar que o seu nome consta no livro de registro de ações mantido pela companhia. No entanto, essa prática está cada vez mais em desuso. Conforme aponta Fábio Ulhoa Coelho, “os certificados são, na verdade, resquícios do tempo em que as ações circulavam, ou podiam circular, à maneira dos títulos de crédito, e reclamavam, para tanto, o instrumento correspondente, ou seja, uma

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.228.

⁹⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.257.

cártula”⁹⁹. A emissão de certificado representativo da ação nominativa é possível, porém, inútil.¹⁰⁰ Isso porque o direito de sócio advém do registro do investidor como tal e não da emissão de certificado. Trataremos desse ponto mais adiante, quando da análise da natureza jurídica da ação.

A forma escritural, por sua vez, permite uma maior agilidade para efetuar as referidas transferências e, por essa razão, é indicada para as companhias abertas com ações admitidas à negociação¹⁰¹. Conforme aponta Fábio Ulhoa Coelho, “as ações escriturais são mantidas em contas de depósito, abertas, em nome de cada acionista, junto a uma instituição financeira autorizada pela CVM a prestar esse serviço.”¹⁰² A prova da titularidade das ações é feita por meio do extrato emitido pela instituição escrituradora. A nosso ver, o extrato faz as vezes do certificado nas ações puramente nominativas, uma vez que exterioriza os registros contábeis da conta corrente do acionista. De todo o modo, a Lei das S.A. é clara no sentido de que elas não podem ser representadas por certificados¹⁰³. A formalização da transferência se dá por meio da assinatura, por aquele que deseja transferir suas ações, de uma ordem de transferência de ações – conhecida pelo mercado como OTA –, acompanhada da documentação específica requerida por cada instituição depositária. A partir dessa documentação é que a instituição escrituradora realiza o registro da transferência, ou seja, debitando e creditando as ações nas contas do alienante e do adquirente.

Vale lembrar que, até 1990, a Lei das S.A. permitia a existência, ainda, de duas outras formas de ações: endossáveis e ao portador. As ações endossáveis transmitiam-se por meio de endosso, já as ações ao portador, simplesmente por meio da tradição do certificado. Em razão da insegurança que geravam e no intuito de combater a sonegação fiscal existente é que ambas as formas foram eliminadas do direito societário.

⁹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.153.

¹⁰⁰ Esse é o entendimento de Modesto Carvalhosa. (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.257).

¹⁰¹ Como se sabe, as companhias abertas podem ser registradas na categoria “A” ou na categoria “B”. Na primeira hipótese, fica-lhe assegurada a emissão pública de quaisquer valores mobiliários. Na segunda hipótese, por sua vez, ficam as companhias restritas à emissão pública de valores mobiliários que não sejam conversíveis em ações. Por essa razão, é possível que uma companhia seja aberta sem que suas ações sejam admitidas à negociação no mercado organizado.

¹⁰² COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.132.

¹⁰³ Artigo 34. O estatuto da companhia pode autorizar ou estabelecer que todas as ações da companhia, ou uma ou mais classes delas, sejam mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados.

3.2.3 Classe

Pode ser interessante para determinada sociedade a criação de mais de uma classe de ações para atender os específicos e diferentes interesses de cada grupo de acionistas. As classes de ações devem ser determinadas e caracterizadas no estatuto social. Nas companhias abertas, é possível a divisão em classes apenas em relação às ações preferenciais.

Nesse sentido, uma companhia pode criar ações preferenciais classe “A” e classe “B” e determinar, por exemplo, que as da classe “A” terão direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A; enquanto as da classe “B” terão direito a um dividendo mínimo. A depender do interesse de cada acionista, ele pode escolher em qual classe das ações preferenciais gostaria de se inserir.

Para um cenário particular, a Lei das S.A. menciona a possibilidade de se criar uma classe especial de ações preferenciais, mais conhecidas como *golden shares*. Nos termos do artigo 17, §7º, da Lei das S.A.:

Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.

É muito usual que empresas privatizadas se utilizem dessa estrutura societária, mais especificamente estabeleçam direito de veto às *golden shares*.¹⁰⁴ Isso garante ao poder público um poder político em relação às matérias que mais lhe importam. É claro que a prerrogativa de se conceder poder de veto a uma classe de ações preferenciais pode ser também utilizada por sociedades que não passaram pelo movimento da desestatização.

3.3 Natureza jurídica

Após conceituarmos e classificarmos as ações de acordo com o que preceitua o direito societário brasileiro, devemos nos ater, nesse momento, à verificação de sua natureza jurídica.

¹⁰⁴ A Vale S.A. é um exemplo de companhia que possui *golden shares*, as quais garantem à União Federal poder de veto em determinadas matérias. De acordo com seu estatuto social, cada ação de classe especial terá direito de veto sobre as seguintes matérias: I – alteração da denominação social; II – mudança da sede social; III – mudança no objeto social no que se refere à exploração mineral; IV – liquidação da sociedade; V – alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da sociedade: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos; VI – qualquer modificação dos direitos atribuídos às espécies e classes das ações de emissão da sociedade previstos no Estatuto Social; VII – qualquer modificação do Artigo 7º ou de quaisquer dos demais direitos atribuídos no Estatuto Social à ação de classe especial. (Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 13 set.2015).

Em princípio, nos importa dizer que as ações são “bens”. De acordo com Washington de Barros Monteiro, existem duas concepções diferentes de bens que podem ser utilizadas: a filosófica e a jurídica:

Filosoficamente, bem é tudo quanto pode proporcionar ao homem qualquer satisfação. Nesse sentido se diz que a saúde é um bem, que a amizade é um bem, que Deus é o sumo bem. Mas, se filosoficamente saúde, amizade e Deus são bens, na linguagem jurídica não podem receber tal qualificação.

Juridicamente falando, bens são valores materiais ou imateriais que podem ser objeto de uma relação de direito. O vocábulo, que é amplo no seu significado, abrange coisas corpóreas e incorpóreas, coisas materiais ou imponderáveis, fatos e abstenções humanas.¹⁰⁵

Caio Mário da Silva Pereira¹⁰⁶ conceitua de maneira similar os bens jurídicos e entende que os bens morais, as solicitações estéticas e os anseios espirituais escapam à sua configuração.¹⁰⁷ Para nossa análise, importa única e exclusivamente a concepção jurídica de bem. Mesmo com essa delimitação, o conceito de bem jurídico ainda é muito amplo. Cabe ao Direito proteger e regulamentar tanto os bens econômicos – que podem ser economicamente apreciáveis – quanto os bens insuscetíveis de serem traduzidos para um valor pecuniário.

A ação, portanto, se enquadra como um dos bens econômicos juridicamente relevantes e nos importa, nesse momento, classificá-la de acordo com os preceitos estabelecidos pela doutrina civilista. Como bem aponta Caio Mário da Silva Pereira:

A doutrina classifica os bens sob vários critérios, não para a satisfação pura de uma tendência lógica do espírito, mas em razão das relações jurídicas que suscitam. O fato de se colocar um bem numa determinada categoria por si só lhe atrai certos princípios que permitem fixar, de maneira genérica, a forma como a lei o trata e quais as relações jurídicas que desperta. O espírito de sistema que anima o direito codificado recebe da doutrina aqueles ensinamentos teóricos e os converte em princípios legais. Daí o Código brasileiro se referir, para discipliná-los, a bens que se classificam segunda mobilidade, a fungibilidade, a consumibilidade, a divisibilidade, a disponibilidade, a reciprocidade e a natureza pública ou privada de sua apropriação.¹⁰⁸

Embora não seja um dos critérios utilizados pela lei para a classificação dos bens, o primeiro preceito que cremos ser importante abordar diz respeito à existência material ou

¹⁰⁵ MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil**. Parte geral. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003, p.168.

¹⁰⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.337.

¹⁰⁷ “Bem é tudo o que nos agrada: o dinheiro é um bem, como o é a casa, a herança de um parente, a faculdade de exigir uma prestação; bem é ainda a alegria de viver o espetáculo de um pôr-do-sol, um trecho musical; bem é o nome do indivíduo, sua qualidade de filho, o direito à sua integridade física e moral. Se todos são bens, nem todos são bens jurídicos.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. I – Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.337).

¹⁰⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.341.

abstrata de determinado bem, dividindo-se, portanto, em bens corpóreos e incorpóreos. Nesse sentido, cabe destacar que a ação é um bem incorpóreo, uma vez que, com a extinção das ações endossáveis e ao portador¹⁰⁹, sua existência é abstrata. As ações escriturais não são e não podem ser representadas por certificados; já as ações nominativas (registradas) podem ser por eles representadas. No entanto, ainda que seja emitido certificado representativo da ação nominativa (registrada), conforme aponta Pontes de Miranda¹¹⁰, isso seria apenas um documento. O direito inerente à condição de acionista decorre de algo supramaterial. Cabem, aqui, as palavras de Modesto Carvalhosa a respeito da emissão de certificado para as ações nominativas (registradas):

A emissão de certificado é, pois, inútil, já que eles não cumprem nenhuma função constitutiva de direito. O acionista titular de ação nominativa não precisa de documento, visto que sua qualidade se positiva com a inscrição de seu nome no Livro de Registro de Ações da companhia ou por lançamento na instituição custodiante (art.31), onde consta o número de ações de que é titular. Não tem, ainda, o acionista, necessidade do documento para exercer os direitos de sócios. Na assembleia, a prova da qualidade de acionista produz-se com documento hábil de identificação, se exigido (art.126).

Portanto, os certificados representativos de ações nominativas não têm serventia, pois não são títulos de legitimação nem títulos probatórios e muito menos títulos de crédito.¹¹¹

Fábio Konder Comparato aponta que

As ações nominativas integralizadas conferem ao seu titular todos os direitos societários, ainda que não emitido o certificado correspondente, pois a legitimação para o exercício desses direitos decorre, exclusivamente, da inscrição do título no livro de registro competente.¹¹²

Entendemos, dessa forma, que a emissão de certificado representativo da ação nominativa (registrada) equivale, na prática, ao extrato emitido pela instituição escrituradora da ação escritural: prestam-se, apenas, para afirmar que o respectivo investidor consta dos registros utilizados pela companhia e que possui determinada quantidade de ações¹¹³. É claro

¹⁰⁹ Cujá existência demanda, necessariamente, cártula ou documento. Conforme PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. In: (Coords.) PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das companhias**. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.217.

¹¹⁰ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Direito das Obrigações, tomo L: sociedade por ações, atualizado por Alfredo Assis Gonçalves Neto. São Paulo: RT, 2012, p.121.

¹¹¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.256.

¹¹² COMPARATO, Fábio Konder. As Ações de Sociedade Anônima como Valores Mobiliários – Natureza e Efeitos do Registro Acionário. In: **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p.17.

¹¹³ É esse também o entendimento de José Edwaldo Tavares Borba, para quem “a característica da ação escritural é a ausência de certificado, pois que o titular dessas ações apenas recebe um extrato da chamada conta de depósito das ações. Ressalte-se, todavia, que esse extrato não difere em muito dos certificados das ações nominativas, tanto que estes também

que o certificado deve cumprir com determinados requisitos e conter as informações previstas no artigo 24 da Lei das S.A., o que não é necessariamente atendido pelo extrato da instituição escrituradora. No entanto, seja a participação acionária representada por meio de certificado ou de extrato, fato é que o bem, o direito, em si não é corporificado.¹¹⁴ Decorre dessa classificação o método de transferência do bem, que, no caso dos bens incorpóreos, se dá por cessão do direito e não pela tradição do bem material.

Adicionalmente, é a ação um bem móvel. A classificação de móvel e imóvel ganha destaque com o direito medieval, período em que somente a propriedade imóvel tinha valor, ficando o bem móvel em plano secundário¹¹⁵. Na civilização antiga, os romanos davam a mesma importância aos bens móveis e imóveis, de modo que só mais adiante é que criaram essas classificações. Foi realmente na era feudal que os bens imóveis se valorizaram em decorrência do poder político que estava atrelado à terra.¹¹⁶ São bens imóveis o solo e tudo que se lhe incorpora, seja de forma natural ou artificial. Nos termos do artigo 82 do Código Civil, “são móveis os bens suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social.” Não há como negar que as ações sejam classificadas, portanto, como bens móveis; daí, inclusive, seu enquadramento como um valor mobiliário¹¹⁷. Embora tenham ocupado uma posição menos relevante no passado, na era moderna os bens móveis ganharam muito destaque. Como bem aponta Washington de Barros Monteiro ao comentar a evolução da importância dada aos bens móveis, “inegável, modernamente, o alcance da função econômica desempenhada pelos

não apresentam a natureza de título de legitimação nem representam efetivamente as ações; são meros documentos probatórios”. (BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, item 98, p.264).

¹¹⁴ “Mesmo em linguagem vulgar, o conceito de ação como participação societária não se confunde com o de certificado: em geral os certificados são títulos múltiplos, que representam diversas ações; quando falamos na venda de um determinado número de ações, referimo-nos à quantidade de participações societárias, e não de certificados; e os negócios e cotações nas Bolsas de Valores têm por objeto um número de ações no sentido de participações societárias, e não de certificados. Com a eliminação, no direito brasileiro, dos valores mobiliários ao portador e endossáveis, somente existem entre nós certificados de ações nominativas; mas estes têm outra natureza jurídica – apenas provam a propriedade registrada no livro social próprio. E, com a difusão das ações escriturais – referidas como “ações sem certificado” – a tendência é o desaparecimento dos certificados, ao menos nas companhias abertas.” (PEDREIRA, José Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das companhias**. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.217).

¹¹⁵ MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil**. Parte geral, v.1. São Paulo: Saraiva, 2003, p.171.

¹¹⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introduções ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.347.

¹¹⁷ “Estão, ainda, na classe dos móveis incorpóreos, as quotas de capital ou ações que tenha o indivíduo em uma sociedade, seja esta de que natureza for (simples, em nome coletivo ou por quotas de responsabilidade limitada, em comandita, anônima ou cooperativa), os títulos patrimoniais de associações, os títulos de crédito – são todos valores mobiliários que se distinguem dos bens que compõem o acervo patrimonial da pessoa jurídica. O interesse, a quota-parte no capital, a ação da sociedade anônima representam para o tomador um valor mobiliário e incorpóreo, que se traduz na faculdade de participar nas deliberações ou de influir na constituição dos órgãos de direção, bem como perceber, enquanto durar a sociedade, as vantagens que esta persegue, e a embolsar, quando de sua liquidação, uma parte proporcional no seu ativo líquido. Qualquer que seja o acerto do ente coletivo, a parte no capital, representada por uma quota ou uma ação, é um efeito móvel, e, como tal, deve ser tratada. (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introduções ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.356).

valores mobiliários, a sobrepujar, em relevância, os próprios bens de raiz”.¹¹⁸ A esse respeito, Caio Mário da Silva Pereira afirma que “direitos expressos em títulos de sociedade são móveis e representam enorme papel na economia.”¹¹⁹

Deparamo-nos, nesse momento, com uma classificação relevante e passível de questionamento: a da fungibilidade da ação. De acordo com o artigo 85 do Código Civil, “são fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.” Logo, temos que os bens infungíveis são aqueles insubstituíveis. A fungibilidade ou infungibilidade do bem normalmente está atrelada à sua própria natureza. Entretanto, é possível que as partes do negócio jurídico estabeleçam a condição de fungível ou infungível, e que bens naturalmente fungíveis passem a ser infungíveis em determinada relação jurídica, como, por exemplo, uma garrafa de vinho emprestada *ad pompam vel ostentationem* como ornamentação, bem como bens naturalmente infungíveis sejam, pela vontade das partes, fungíveis.

Cabe mencionar que, como visto acima, como as ações são bens incorpóreos, poderia existir uma discussão prévia acerca da impossibilidade de seu enquadramento como bem fungível ou infungível, uma vez que a fungibilidade resulta, em regra, da qualidade corpórea do bem¹²⁰. Se o bem não é materializado, poderíamos discutir sua eventual substituição? Entendemos que é possível ampliar o conceito de fungibilidade para abarcar não apenas bens corpóreos, mas também aqueles não materializados. Afinal, ainda que não sejam materializados, direitos e prestações podem ou não ser equivalentes, substituíveis, fungíveis. Por essa razão, traçaremos adiante nossa análise a respeito das ações.

A Lei das S.A. não menciona expressamente se as ações são fungíveis ou infungíveis. No entanto, o artigo 41 da Lei das S.A. estabelece o tratamento a ser dado na custódia de ações fungíveis. Em razão desse dispositivo específico, é possível entender que, em regra, as ações são bens infungíveis e que somente na hipótese trazida pela lei seriam bens fungíveis. É esse o entendimento de Fábio Ulhoa Coelho:

Mas as ações, tanto as nominativas como as escriturais, são, no direito positivo brasileiro, bens juridicamente qualificados como infungíveis. [...] Ora, se o legislador tem que tratar a figura das ações recebidas “em depósito como valores fungíveis” num dispositivo específico, é por conferir às ações, em geral, a natureza de bens infungíveis. Fossem as ações classificadas, naturalmente, como fungíveis,

¹¹⁸ MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil**. Parte geral. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003, p.172.

¹¹⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introduções ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.347.

¹²⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. São Paulo: Saraiva, 2009, v.1, p.343; MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil**. Parte geral. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003, p.178.

seria em tudo prescindível a menção à fungibilidade temporária contida no artigo 41 da LSA.¹²¹

Compartilha deste entendimento também Modesto Carvalhosa, para quem a fungibilidade é adquirida apenas para fins de depósito e enquanto ele existir¹²². É inegável, no entanto, pelas características analisadas, que cada ação da mesma espécie e classe de uma determinada companhia garante os mesmos direitos e requer os mesmos deveres de seu titular. Faria sentido, dessa forma, mantermos o entendimento de que as ações são bens infungíveis?

Em que pese a majoritária opinião doutrinária, cremos ser salutar a discussão do tópico. Nesse sentido, vale destacar o que diz a exposição de motivos da Lei das S.A. a respeito da custódia de ações fungíveis:

Os arts.41 e 42, com o objetivo de reduzir os custos de administração de carteiras de títulos, regulam modalidade de serviços de custódia de instituições financeiras que dispensará o registro e manipulação, em separado, dos certificados recebidos de cada depositante. Como os valores mobiliários são títulos de massa, que conferem – dentro de cada espécie e classe – iguais direitos, não há inconvenientes em que a instituição depositária devolva aos custodiantes ação igual, embora com outro número de ordem e representada por certificado diverso.¹²³

Ao analisarmos a justificativa empregada na exposição de motivos da Lei das S.A. a respeito da criação do instituto de depósito de ações – que não existia no Decreto-Lei nº2.667/1940 –, nos parece perfeitamente possível afirmar que as ações nominativas, sejam elas registradas ou escriturais, são bens fungíveis. A característica que diferencia uma ação nominativa registrada de outra é, basicamente, o número de ordem no livro societário e, se existente, o certificado que a representa. No caso das nominativas escriturais, apenas o número de ordem que consta no registro do escriturador é diferente. A essência é a mesma. Há, portanto, uma homogeneidade presente nos valores mobiliários, diferentemente do ocorrido com os títulos de crédito. A esse respeito, Fábio Konder Comparato entende:

Dessa homogeneidade dos valores mobiliários, em cada série de emissão, decorre a característica de sua fungibilidade, ausente nos títulos de crédito. Uma ação ordinária nominativa é perfeitamente substituível por outra ação ordinária nominativa, não havendo, por conseguinte, qualquer diferença de cotação entre valores mobiliários da mesma espécie, classe e forma, no mercado de capitais. Sem dúvida, na generalidade dos casos, essa fungibilidade é meramente econômica e não

¹²¹ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹²² CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.398.

¹²³ Mensagem nº 204, de 1976, do Poder Executivo. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

jurídica, pois cada título costuma ser individuado por um número de ordem [...]. Nada impede, porém, que a fungibilidade jurídica seja instituída pela lei ou pactuada pelas partes, como ocorre na custódia de ações fungíveis, criada pela atual lei de sociedades por ações (arts.41 e 42).¹²⁴ (grifo nosso).

Diante do mencionado, embora prevaleça o entendimento de que as ações são, em regra, bens infungíveis e que aquelas mantidas em custódia seriam fungíveis apenas em relação ao depósito, cremos ter fortes argumentos para defender que, quando do mesmo gênero (espécie e classe), qualidade e quantidade, as ações seriam bens fungíveis, justamente por representarem uma fração do capital social que lhes garantem, em contrapartida, prerrogativas iguais. Ainda que se queira seguir na linha de que as ações são bens infungíveis, excetuando-se as mantidas em depósito, vale lembrar que a intenção das partes é capaz de levar a uma caracterização diversa. A esse respeito, Caio Mário da Silva Pereira entende:

O que é verdade é que a intenção das partes pode caracterizar por seus fatores diferenciais coisas naturalmente fungíveis, e torná-las infungíveis: a moeda é coisa fungível, mas é possível considerar-se não fungível em atenção a caracteres individuais e peculiares. Ao revés, e o exemplo é dos escritores franceses, títulos da bolsa de valores são coisas naturalmente infungíveis porque se distinguem pela numeração de ordem, pela emissão, pelo valor etc.; mas se prestam a serem negociados como coisas fungíveis, se se abandonam os seus elementos individuais para serem tratados como quantidade de títulos não determinados isoladamente.¹²⁵ (grifos nossos).

Sobre a citação acima, faremos dois comentários. Primeiramente, o ali disposto reforça nossa ideia de que pelo desprendimento de certos elementos individuais – que, a nosso ver, no caso das ações, são absolutamente secundários e dispensáveis – é possível caracterizar as ações como bens fungíveis. O segundo ponto diz respeito às ações negociadas em bolsa depositadas na Central Depositária de Ativos e que, portanto, atendem aos requisitos do artigo 41 da Lei das S.A. Os acionistas que desejam realizar vendas, compras ou empréstimos no ambiente bolsístico devem, necessariamente, depositá-las junto à Central Depositária de Ativos por meio de uma corretora. É claro que podem, uma vez realizada a transação, retirá-las do depósito e registrá-las diretamente com o escriturador. De qualquer forma, em razão da configuração de depósito, podemos concluir que todas as ações mantidas na Central Depositária de Ativos são bens fungíveis.

¹²⁴ COMPARATO, Fábio Konder. **As Ações de Sociedade Anônima como Valores Mobiliários** – Natureza e Efeitos do Registro Acionário. In: Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p.18.

¹²⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introduções ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.357.

Resumidamente, a respeito dessa classificação, podemos afirmar que é incontestável a fungibilidade das ações mantidas em depósito na Central Depositária de Ativos; já as ações nominativas registradas ou escriturais são, majoritariamente, classificadas como bens infungíveis, apesar de entendermos que os elementos individuais que lhes são inerentes podem ser desprezados e as partes poderiam, desta forma, enquadrá-las como bens fungíveis. A definição da ação como bem fungível ou infungível nos importa quando da verificação da natureza jurídica da operação objeto deste estudo, qual seja, o empréstimo de ações. Assim, daremos continuidade a esse tema, mas de forma específica à operação, no Capítulo 4 abaixo.

Finalmente, como mencionado quando abordamos as características das ações, elas são bens indivisíveis. A própria Lei das S.A. deixa claro essa característica. Embora uma ação possa pertencer a um condomínio de pessoas, os direitos a ela inerentes não podem ser fracionados para cada um dos integrantes do condomínio. E isso faz com que ela seja classificada como um bem indivisível¹²⁶.

Embora existam outras classificações que poderíamos utilizar para caracterizar as ações, cremos que as abordadas são as mais relevantes e que apresentam maiores repercussões do ponto de vista do negócio jurídico aqui estudado.

3.4 Custódia e depósito de ações

Após verificarmos o conceito, as principais características e a natureza jurídica das ações, nos importa, finalmente, analisar uma prática amplamente disseminada no mercado e muitas vezes até mesmo requerida pela regulamentação em relação às ações de emissão de companhias abertas: a custódia e o depósito de ações. A custódia e o depósito de ações têm relevância para esse estudo uma vez que são pré-requisitos para a realização do empréstimo de ações registrado.

No decorrer da Lei das S.A., por diversas vezes são utilizadas as terminologias “depósito” e “custódia”. No entanto, nos parece que em alguns momentos há certa confusão em relação às características de cada um desses institutos. O que significa custodiar uma ação e no que esse serviço difere do depósito? Um exemplo é o próprio artigo 41 da Lei das S.A., que introduz a seção “Custódia de Ações Fungíveis”, e determina:

¹²⁶ “Embora uma ação de sociedade anônima possa pertencer a mais de uma pessoa, o que frequentemente ocorre em caso de sucessão hereditária, a cada ação ordinária corresponde um voto nas assembleias gerais.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.357).

A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações.

Em 20 de dezembro de 2013, a CVM editou as Instruções nº541, 542 e 543 que substituíram a antiga Instrução CVM 89, de 1988. As novas instruções, que entraram em vigor a partir de 1º de julho de 2014, versam, respectivamente, sobre a prestação de serviços de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. A introdução dessas normas teve por objetivo modernizar a regulamentação com as mais recentes discussões internacionais sobre infraestruturas do mercado financeiro e de capitais, bem como estabelecer o papel de cada agente envolvido. Dessa forma, vejamos a que exatamente se referem os serviços de custódia, depósito e escrituração de ações.

O serviço de custódia pode ser prestado aos investidores, neste caso contratado diretamente pelo acionista e sequer envolvendo a companhia, ou às emissoras de valores mobiliários não escriturais. No primeiro caso, de acordo com a Instrução CVM 542, os serviços prestados pela instituição custodiante compreendem (I) a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; (II) o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e (III) o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados¹²⁷. No entanto, se a emissora de valores mobiliários não escriturais contrata um custodiante, os serviços por ele prestados compreendem a guarda física dos valores mobiliários não escriturais e a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado¹²⁸.

A Instrução CVM 542 determina, ainda, que podem requerer autorização para a prestação de serviços de custódia: (I) os bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, (II) as caixas econômicas, (III) as sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos ou valores mobiliários e (IV) as entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários¹²⁹.

De acordo com a Instrução CVM 541, o depósito centralizado, por sua vez, compreende as seguintes atividades: (I) a guarda dos valores mobiliários pelo depositário; (II) o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas

¹²⁷ Conforme artigo 1º, §2º, I, da Instrução CVM 542.

¹²⁸ Conforme artigo 1º, §2º, II, da Instrução CVM 542.

¹²⁹ Conforme artigo 3º da Instrução CVM 542.

em nome dos investidores; (III) a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário; e (IV) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito¹³⁰.

Ainda, podem requerer autorização para prestação dos serviços de depósito centralizado as pessoas jurídicas constituídas sob a forma de sociedades por ações ou de associações que demonstrem dispor de condições financeiras, técnicas e operacionais, bem como de controles internos e segregação de atividade adequados e suficientes ao cumprimento das obrigações estabelecidas pela Instrução CVM 541¹³¹.

Embora já tenhamos verificado as características das ações escriturais no item 3.2.2 deste estudo, importante entendermos também em que consiste o serviço de escrituração de ações para diferenciarmos dos serviços de custódia e de depósito. De acordo com a Instrução CVM 543, a escrituração compreende: (I) a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor; (II) o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; (III) o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (IV) a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação dos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e (V) o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.¹³² Diferentemente dos demais serviços, a autorização para prestação de serviços de escrituração se restringe às instituições financeiras¹³³.

Como já visto, uma ação pode ser escritural ou nominativa. Para a ação ser escritural, é impreterível a contratação pela emissora dos serviços de escrituração fornecidos por uma instituição financeira autorizada, a qual desempenhará, portanto, os serviços estabelecidos pela Instrução CVM 543 descritos. Já se a ação for puramente nominativa, pode a emissora contratar os serviços de custódia a serem prestados por uma instituição autorizada, que consistirão, basicamente, na realização de procedimentos e registros necessários à adoção do

¹³⁰ Conforme artigo 1º, §1º, da Instrução CVM 541.

¹³¹ Conforme artigo 6º, da Instrução CVM 541.

¹³² Conforme artigo 1º, §1º, da Instrução CVM 543.

¹³³ Conforme artigo 4º da Instrução CVM 543.

regime de depósito centralizado, tendo em vista que a ação não é corporificada e não seria possível sua guarda física.

Pois bem, já podemos concluir que a contratação dos serviços de custódia pela emissora somente faz sentido se estivermos falando de uma companhia com ações puramente nominativas; do contrário, ela terá um escriturador que também atuará no sentido de viabilizar a adoção do regime de depósito centralizado, tornando a presença do custodiante dispensável. Contudo, do ponto de vista dos investidores, a contratação do serviço de custódia pode ser realizada tanto em relação a ações escriturais, como nominativas.

A custódia em relação aos investidores está necessariamente atrelada à intenção de que as ações sejam mantidas em depósito junto a uma instituição depositária autorizada. Os investidores não podem ser participantes dos depositários centrais, ou seja, não podem diretamente buscar os serviços prestados pela depositária central. Para isso, necessitam do custodiante, o qual solicita a constituição do depósito, e é responsável pela abertura de contas de depósito em nome dos investidores e pela movimentação das ações por eles detidas.

Assim, os agentes se articulam da seguinte forma: (I) uma ação puramente nominativa ou escritural é, respectivamente, custodiada por uma instituição custodiante ou registrada por uma instituição escrituradora, ambas devendo ser contratadas pela emissora; (II) o investidor, se desejar manter sua ação em depósito centralizado, deve contratar um custodiante para que este possa solicitar a constituição do depósito; (III) uma vez realizado o depósito, a propriedade fiduciária da ação é transferida do investidor para a instituição depositária, a qual se torna, perante o custodiante da emissora (se a ação for puramente nominativa)¹³⁴ ou o escriturador (se a ação for escritural), o seu titular; (IV) a instituição depositária cria um registro interno dos titulares de ações que estão depositadas junto a ela; e (V) conforme as ações depositadas sejam negociadas, sua titularidade é transferida entre os investidores nos registros do depositário central.¹³⁵

Conforme mencionado, o depósito implica na transferência da propriedade fiduciária das ações à instituição depositária. Isso significa que o depositário constará nos registros do custodiante ou do escriturador como o titular das ações depositadas¹³⁶. É criada uma relação

¹³⁴ Vale destacar que, na prática, as companhias abertas com ações listadas para negociação na BM&FBOVESPA não mantêm ações puramente nominativas, mas sim ações escriturais, para facilitar as atualizações das posições acionárias e conferir maior credibilidade aos registros.

¹³⁵ ANBIMA. Depósito Centralizado, Custódia e Escrituração – As novas regras vigentes a partir de julho 2014. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/noticias/Documents/Deposito%20centralizado.pdf>. Acesso em: 28 out.2015.

¹³⁶ “A custódia, ressalte-se, pressupõe a transferência da ação depositada para o nome da instituição financeira depositária (titular diz a lei da “propriedade fiduciária”) – no livro próprio da sociedade emissora, quando nominativa, ou nos assentamentos do banco responsável pelo depósito das escriturais –, pois somente assim ela poderá revestir a condição de

direta entre o investidor e a instituição depositária, esta última responsável por registrar internamente as posições acionárias mediante a utilização de contas individualizadas mantidas sob a responsabilidade do custodiante escolhido pelo investidor. A respeito desse mecanismo de registro, importam as palavras de Ary Oswaldo Mattos Filho:

Porém, na medida em que a condição de acionista se limita a uma listagem de computador que a instituição financeira entrega à companhia contratante, é a listagem ou o livro de acionistas que indicam os sócios da companhia. Essa sistemática faz com que, atualmente, o acionista seja detentor de uma espécie de “conta corrente” junto à instituição financeira depositária, na qual se debitam as vendas e se creditam as compras de ações feitas pelo proprietário da conta.¹³⁷

Vale destacar que a Instrução CVM 541 passou a prever que o depósito centralizado é condição para a distribuição pública de valores mobiliários (exceto cotas de fundos de investimento abertos e fechados não negociáveis em mercado secundário) e a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários, isto é, mercados de bolsa e balcão organizado. Nesse sentido, é impreterível que a emissora que deseja realizar uma oferta pública de ações providencie os registros de listagem e negociação de suas ações necessários junto à BM&FBOVESPA previamente à distribuição dos valores mobiliários.

Adicionalmente, para que as ações possam ser negociadas em bolsa, é necessário que elas sejam mantidas em conta de depósito. Desta forma, o investidor poderá dar uma ordem de compra ou venda ao seu custodiante que será efetuada mediante a sua representação perante a instituição depositária, que atualizará as posições acionárias internamente registradas. Caso as ações não estejam depositadas, a sua transferência dependerá da assinatura de uma ordem de transferência de ações (OTA) a ser processada diretamente pelo escriturador ou do livro de transferência de ações nominativas, ou seja, fora do ambiente de bolsa. Atualmente, a Central Depositária BM&FBOVESPA é a única responsável pela guarda, atualização e coordenação de eventos corporativos (pagamentos de proventos, bonificação etc.) do mercado de ações no Brasil.

Importante ressaltar que, exceto se prévia e expressamente autorizado pelo acionista, o depositário não pode usar ou livremente dispor das ações mantidas em depósito, conforme estabelece o artigo 41, §1º, da Lei das S.A.¹³⁸. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa entende

valor fungível.” (COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.156).

¹³⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. v.1. Dos valores mobiliários. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p.202.

¹³⁸ Artigo 41 [...] §1º A instituição depositária não pode dispor das ações e fica obrigada a devolver ao depositante a quantidade de ações recebidas, com as modificações resultantes de alterações no capital social ou no número de ações da companhia emissora, independentemente do número de ordem das ações ou dos certificados recebidos em depósito.

que essa relação constitui, em verdade, um depósito regular em razão dos seguintes argumentos:

Em primeiro lugar, a instituição depositária não se constitui proprietária das ações coletivamente depositadas como fungíveis. Com efeito, não pode a instituição custodiante delas dispor, nem em razão do domínio que a ela não se transfere, tampouco em razão da posse imediata que ostenta. Determina a lei de 1976 que é vedado à instituição custodiante usar ou aplicar para qualquer fim as ações sob sua guarda. Em segundo lugar, e ainda como consequência de não ter a propriedade nem a disponibilidade das ações custodiadas, não pode a instituição com elas votar nas assembleias-gerais, direito esse expressamente reservado pela lei aos próprios acionistas depositantes (artigo 126)¹³⁹.

Uma vez esclarecidos os diferentes papéis exercidos por cada um dos agentes, importa mencionar que somente as ações mantidas em depósito podem ser emprestadas no ambiente de bolsa. As ações registradas perante o escriturador ou mantidas em custódia em nome do investidor podem ser emprestadas de forma privada.

¹³⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.398.

4 O EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

4.1 Conceito e natureza jurídica

Como passo importante para o desenvolvimento deste estudo, é imprescindível o esclarecimento do objeto de nossa análise. O empréstimo de ações funciona exatamente como? Por que alguém decide emprestar suas ações? E, ainda, por que alguém decide tomá-las emprestadas?

O funcionamento de um empréstimo de ações ocorre, em regra, da seguinte forma: (I) de um lado, temos a figura do que a regulamentação costuma chamar de “doador”, o qual possui determinado número de ações de uma companhia aberta listada na BM&FBOVESPA, e que tem o interesse de transferir, temporariamente, a titularidade de parcela ou da totalidade de suas ações e receber, como contrapartida, uma remuneração; e (II) de outro lado, temos a figura do “tomador”, que se caracteriza por ser, em regra – como veremos mais adiante – um investidor institucional que deseja ser titular, temporariamente, de ações da mesma companhia aberta, por questões estratégicas do ponto de vista econômico, e que está disposto a pagar uma remuneração por isso. Como aponta Nelson Eizirik, “as expressões ‘doador’, designando o mutuante, e ‘tomador’, a designar o mutuário, embora imprecisas, são consagradas pela prática do mercado”.¹⁴⁰ Além das figuras do doador e tomador, fazem o intermédio da operação as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários além da Câmara de Ações da BM&FBOVESPA que atua como contraparte central na operação. A respeito do conceito de empréstimo de ações, interessante a definição abaixo:

Em linhas gerais, a operação de empréstimo de ações regulada pelo CMN e pela CVM consiste na transferência do valor mobiliário pelo seu titular a terceiro, por intermédio de sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sendo a operação cursada no âmbito da câmara ou prestador de serviço de compensação e de liquidação onde o valor mobiliário estiver custodiado, que garantirá a liquidação do negócio, agindo como contraparte central garantidora. Findo o prazo estipulado pelas partes, ações de mesma espécie e qualidade deverão retornar à titularidade de quem emprestou.¹⁴¹

Importante destacar que o empréstimo de ações pode ocorrer de forma privada, ou seja, fora do ambiente bolsístico e, inclusive, com ações de emissão de companhias fechadas

¹⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.596.

¹⁴¹ LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. Aluguel de Ações – Panorama do negócio jurídico, problemas do direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro. In: **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v.51, nº161-162, p.172.

ou que não possuem ações listadas na bolsa. As consequências minuciosas dessa operação serão abordadas no decorrer desse estudo, mas é válido adiantar os interesses que, normalmente, levam essas partes a contratar essa operação.

O doador, muitas vezes, verifica que a rentabilidade do ativo que possui não tem demonstrado um bom desempenho no curto prazo, mas, ao mesmo tempo, não gostaria de alienar definitivamente sua posição, pois acredita numa valorização a longo prazo. Ao concordar com a transferência temporária de suas ações, por meio do empréstimo de ações, passará a receber uma remuneração fixa mensal, transformando seu investimento de renda variável em renda fixa, sem a perda definitiva de sua posição, pois ela será retomada quando do vencimento do contrato ou quando da liquidação antecipada da operação. Este é, portanto, o interesse primordial para a realização do empréstimo do ponto de vista do doador.

O que leva o tomador, por sua vez, a preferir um empréstimo ao invés de uma aquisição de ações? O empréstimo de ações permite que o tomador seja titular de determinada quantidade de ações por um período sem haver o correspondente desembolso. Ou seja, ele não paga ao doador o valor a que a ação vem sendo negociada em bolsa (ou qualquer outro valor que seja acordado entre as partes caso a operação seja realizada fora do ambiente de bolsa), mas apenas a remuneração fixa acordada entre as partes, e, em contrapartida, passa a ser titular de ações da referida companhia por um período, podendo mantê-las em sua custódia ou negociá-las com terceiros. No mercado de capitais brasileiro, o mais usual é que a ponta tomadora do empréstimo de ações revenda as ações emprestadas no mercado secundário. Ao revender suas ações, o tomador visa obter lucro a partir da diferença entre o valor pelo qual as ações foram vendidas e o da futura aquisição que deverá fazer para devolver as ações ao doador. A esse respeito, Fábio Ulhoa Coelho esclarece:

Para o investidor-tomador, o interesse está na possibilidade de lucrar com a negociação de determinada ação, sem precisar investir o correspondente valor de cotação. Na avaliação deste investidor, o dinheiro que conseguirá vendendo a ação logo após adquiri-la, permitir-lhe-á levantar capital suficiente para ingressar em outro investimento (no próprio mercado de valores mobiliários ou fora dele), cujo retorno será superior às suas obrigações contraídas perante o investidor-doador (quais sejam, o pagamento mensal do valor fixo e o montante necessário à compra de ações para entrega a este, quando do término do prazo contratual).¹⁴²

¹⁴² COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

Uma vez entendida a mecânica – ainda que de maneira simplificada – e os interesses por detrás do empréstimo de ações, nos cabe, neste momento, a tentativa de analisar a natureza jurídica da operação em questão.

Enquanto alguns doutrinadores, como Nelson Eizirik¹⁴³, sustentam que se trata de um mútuo de ações, o jargão que o mercado costuma utilizar ao se referir a essa operação é “aluguel de ações”. Outros juristas, por sua vez, entendem que pelas características da operação se trataria, em verdade, de um depósito irregular¹⁴⁴ ou até mesmo que ela deveria ser enquadrada como uma verdadeira alienação de ações¹⁴⁵. Isso nos permite concluir, de antemão, que a simples definição da natureza jurídica da operação ora estudada não possui consenso doutrinário.

Antes de adentrarmos na análise de cada uma das possibilidades aventadas para caracterizar a operação estudada, importante destacar que, embora seja essa normalmente a preocupação central do jurista mais conservador, do ponto de vista prático o que de fato importa para os investidores de ambas as pontas são as condições estipuladas na contratação e, conseqüentemente, o respaldo legal a que essa operação se sujeita. Conforme ensina Fábio Ulhoa Coelho, “a mera denominação que o mercado escolheu para chamar determinado negócio nada diz de sua natureza jurídica. Serão as cláusulas contratadas entre as partes que definirão a exata configuração, para o direito, do contrato atípico celebrado.”¹⁴⁶

4.1.1 Aluguel de ações

Já mencionamos que duas terminologias – empréstimo e aluguel de ações – são frequentemente utilizadas para definir o objeto do nosso estudo. A própria BM&FBOVESPA, em sua página na internet, se referia ao serviço que oferece como “aluguel de ativos” até o primeiro semestre de 2015¹⁴⁷. No entanto, questionamo-nos se, do ponto de vista jurídico, o contrato celebrado entre o doador e o tomador, nos termos e propósitos referenciados, pode ser, de fato, classificado como um aluguel.

¹⁴³ EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.591-606.

¹⁴⁴ WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. O direito é do proprietário. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.103, 2012, p.25.

¹⁴⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹⁴⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹⁴⁷ Recentemente, a denominação utilizada pela BM&FBOVESPA passou a ser “empréstimo de ativos”.

A locação de coisas é regulada pelos artigos 565 a 578 do Código Civil e se caracteriza pela cessão de “uso e gozo de coisa não fungível, mediante certa retribuição”. Nas palavras de Clóvis Bevilacqua, a locação é o contrato em que uma das partes se compromete a fornecer, durante certo período, o uso e gozo de uma coisa infungível, a prestação de um serviço apreciável economicamente ou a execução de alguma obra determinada mediante remuneração paga pela outra parte.¹⁴⁸

Sobre a primeira espécie de locação, qual seja, a locação de coisa, Maria Helena Diniz elucida:

[...] locação de coisa (*locatio conductio rerum*), se atinente unicamente ao uso e gozo de bem infungível, pois, se for fungível, ter-se-á mútuo, dado que o mutuário deverá restituir ao mutuante outro bem da mesma espécie, quantidade ou qualidade, situação incompatível com a do locatário, que deverá, ao término da locação, restituir ao locador o mesmo objeto locado, de tal sorte que a ação humana se limite à função acessória de manter a coisa em estado de servir ao seu destino econômico, subordinado aos fins locativos.¹⁴⁹

Exceção à infungibilidade do bem na locação de coisas se faz presente quando seu uso e gozo for concedido *ad pompam vel ostentationem*¹⁵⁰, como por exemplo, no caso de cessão, por certo período e mediante remuneração, de vinte garrafas de vinho a fim de que elas sejam utilizadas como ornamento na inauguração de um negócio¹⁵¹.

Adicionalmente, como se trata de cessão do uso e gozo, naturalmente não há transferência da propriedade do bem. Nesse sentido, o locador continua sendo enquadrado como proprietário e o locatário tem apenas o direito de se valer das vantagens que o bem lhe proporciona.

Na operação que estudamos, importante salientar que há transferência da propriedade do bem. A ação que o doador empresta ao tomador deixa de ser, temporariamente, de titularidade do primeiro. É o tomador quem constará nos registros da Central Depositária de Ativos ou da instituição escrituradora – a depender da decisão do tomador de onde deve manter o registro de suas ações – como titular de ações da companhia em questão. No Capítulo 6 deste trabalho traçaremos detalhadamente as consequências jurídicas decorrentes dessa transferência de propriedade, a qual, vale dizer, tem importantes peculiaridades. Mas

¹⁴⁸ BEVILAQUA, Clovis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado**. Obrigações – tomo 1º. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1939, p.367.

¹⁴⁹ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.259.

¹⁵⁰ Significa “para pompa e exibição”.

¹⁵¹ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.264.

por ora, necessário reforçar que há uma mudança na titularidade das ações o que implica, necessariamente, na impossibilidade de classificar a operação como um aluguel.

Como bem elucidada Fábio Ulhoa Coelho:

Este negócio tem sido chamado de “aluguel de ação” pelo mercado em razão destas duas cláusulas, que o *aproximam*, sob o ponto de vista meramente econômico, da locação de imóvel. Também o inquilino de uma casa ou apartamento deve pagar mensalmente o valor do aluguel ao proprietário e entregar-lhe o bem ao término de certo prazo¹⁵².

Vejamos adiante as demais possibilidades levantadas pela doutrina para classificação da operação abordada neste estudo.

4.1.2 Depósito irregular de ações

O depósito voluntário é regulado pelos artigos 627 a 646 do Código Civil e se caracteriza por ser um contrato em que uma das partes recebe da outra um bem móvel para guardá-lo, temporariamente, até que o outro o reclame¹⁵³. O cerne desta contratação é a guarda do bem, de modo que o depositário, ou seja, aquele que recebe o bem, “deverá apenas guardar a coisa que lhe foi confiada, embora não desnature o depósito o fato do depositário realizar algum serviço destinado a conservá-la ou melhorá-la.”¹⁵⁴

Em regra, portanto, o depósito é utilizado apenas para confiar determinado bem aos cuidados de outra pessoa, inexistindo transferência de propriedade e permissão para o uso da coisa. Ele é, por natureza, gratuito, entretanto as partes podem estipular que o depositário receba uma remuneração; exceção à presunção de gratuidade se dá quando o depósito resulta de atividade comercial ou se o depositário o fizer por profissão.¹⁵⁵

Para Maria Helena Diniz¹⁵⁶, o depósito será irregular se incidir sobre bens fungíveis – e, portanto, puder o bem ser utilizado e substituído por outro quando de sua devolução ao depositante – e regular se sobre coisas infungíveis. O depósito irregular é regido pelo que

¹⁵² COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹⁵³ “Por Ulpiano foi referido como ‘*Depositum est, quod custodiendum alicui datum est.*’ (Depósito é o que se dá a alguém para guardar...)” (NADER, Paulo. **Curso de direito civil**. v.3: Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p.317).

¹⁵⁴ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.353.

¹⁵⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.337.

¹⁵⁶ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.360.

dispõe o Código Civil acerca do mútuo, conforme o artigo 645 do Código Civil¹⁵⁷ ¹⁵⁸. Como aponta Silvio Venosa, esta modalidade de depósito não possui as obrigações de guarda e conservação¹⁵⁹.

No entanto, a figura do depósito irregular não é unanimemente reconhecida pela doutrina civilista¹⁶⁰, de modo que a corrente que entende não existir tal classificação equipara o depósito de bem fungível ao mútuo, inexistindo, portanto, diferenças entre os dois institutos.

Aqueles que, por sua vez, reconhecem a existência do depósito irregular entendem que, embora ele seja regido pelas disposições do mútuo, os dois institutos possuem uma diferença elementar: o depositante pode exigir a restituição do bem a qualquer momento, ainda que haja prazo convencionado para a devolução da coisa, o que não ocorre no mútuo. Nos termos do artigo 633 do Código Civil, o depositário deve devolver o bem assim que exigido pelo depositante, mesmo que tenha sido fixado um prazo para restituição¹⁶¹. Nas palavras de Maria Helena Diniz:

O depósito irregular não se transforma em empréstimo, pois visa assegurar a disponibilidade da coisa; o depositário, ao guardá-la, não aumentará o seu patrimônio, visto que do seu ativo sempre será excluído o valor representativo do *quantum* depositado, sujeito à restituição a qualquer momento, o que não ocorrerá com o empréstimo, uma vez que o bem mutuado se incorporará ao patrimônio do devedor.¹⁶²

Eximindo-nos da discussão acerca do reconhecimento jurídico ou não do depósito irregular, para Walfrido Jorge Warde Júnior é justamente essa a natureza do empréstimo de ações:

O empréstimo de ações é, observadas as suas características e funcionalidades, um contrato de depósito irregular. Nele, o depositante, mediante uma remuneração, entrega um bem fungível ao depositário, com a perspectiva de recebê-lo de volta em

¹⁵⁷ Artigo 645. O depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo.

¹⁵⁸ Assim, como bem ilustra Fábio Ulhoa Coelho, “o cliente do restaurante, ao entregar seu veículo ao manobrista do estabelecimento, realiza depósito regular, porque, ao término da refeição, deve ser-lhe restituído exatamente o mesmo veículo depositado. Já o negociante de café, ao entregá-lo ao armazém geral, contrata depósito irregular, na medida em que tem direito de receber, ao fim do contrato, café de mesma qualidade e em igual quantidade ao depositado, mas não necessariamente os exatos grãos entregues”. (COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.156).

¹⁵⁹ VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito civil**: contratos em espécie. São Paulo: Atlas, 2004, p.260.

¹⁶⁰ De acordo com Clovis Bevilacqua: “Ainda que o fim do depósito seja a simples guarda da coisa, tem-se admitido, um tanto forçadamente, que o depositante autorize o uso della pelo depositario, sem que essa autorização desnature o contracto e o transforme em emprestimo (Aubry et Rau, VI, §401). Se a coisa é entregue para ser empregada no interesse do depositário, haverá mandato ou locação de serviço.” (BEVILAQUA, Clovis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado**. Obrigações – tomo 2º. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1939, p.7).

¹⁶¹ Artigo 633. Ainda que o contrato fixe prazo à restituição, o depositário entregará o depósito logo que se lhe exija, salvo se tiver o direito de retenção a que se refere o artigo 644, se o objeto for judicialmente embargado, se sobre ele pender execução, notificada ao depositário, ou se houver motivo razoável de suspeitar que a coisa foi dolosamente obtida.

¹⁶² DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.360-361.

data futura. [...] Outra característica do depósito irregular é que ele transfere a titularidade da coisa depositada, do depositante ao depositário. Por isso, esse último pode usar, gozar e dispor do bem, desde que o restitua no prazo contratado, com todos os seus frutos, caso assim determine o depositante.¹⁶³

Embora as características do empréstimo de ações muito se assemelhem ao instituto do depósito irregular, nem todos os contratos de empréstimo de ações estabelecem a possibilidade de o doador requerer a devolução das ações a qualquer tempo – como veremos mais adiante –, o que implica na impossibilidade de classificá-lo pura e simplesmente como um depósito irregular¹⁶⁴. Além disso, ainda que o contrato de empréstimo de ações preveja a possibilidade de devolução antecipada das ações mediante solicitação do doador, no caso do empréstimo registrado, o tomador terá um prazo de três ou quatro dias úteis após a data da solicitação feita pelo doador, a depender do horário da solicitação, para realizar a devolução dos ativos, conforme veremos no Capítulo 5.

Adicionalmente, importante ressaltar que o objetivo fundamental do empréstimo de ações, como se sabe, é a transferência da titularidade do valor mobiliário para terceiro que poderá, a partir de então, realizar as ações que lhe forem mais interessantes com o ativo. O cerne da operação, portanto, não é confiar o ativo nas mãos de determinado indivíduo que, porventura, poderá dele usar, gozar e dispor. Parece-nos que, ao classificarmos a operação como um depósito irregular, estaríamos nos desviando do propósito legitimado pelo empréstimo de ações e forçaríamos, em razão da presença de características semelhantes, uma classificação da natureza jurídica que não condiz com a verdadeira relação estabelecida entre tomador e doador.

4.1.3 Alienação de ações

Como mencionado, o doador, ao realizar o empréstimo de ações, deixa de ser o proprietário desses valores mobiliários, passando, portanto, o tomador a ser quem de fato consta como seu titular pelo período de vigência da operação. Por essa razão, Fábio Ulhoa Coelho entendeu que a operação seria apenas uma simples alienação de ações:

¹⁶³ WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. O direito é do proprietário. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, 2012.

¹⁶⁴ Conforme PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.339: “Não obstante sua proximidade com o mútuo, deste difere pelo poder reconhecido ao depositante de recobrar a coisa *ad nutum* (Código Civil, artigo 627), uma vez que o depositário há de estar, a todo momento, em situação de restituir o recebido, mantendo à disposição daquele coisas do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Tipo apontado como o mais comum, deste contrato, é o depósito bancário [...]”

Quando dois investidores celebram o que o mercado tem chamado de “aluguel de ação”, o que acontece, juridicamente falando, é uma simples alienação de ações. A ação deixa de ser titulada pelo investidor-doador e passa a ser titulada pelo investidor-tomador.

Esta alienação é celebrada com uma cláusula específica; a de que, decorrido o prazo contratado, o investidor-tomador entregará ao investidor-doador a mesma quantidade de ações de emissão da companhia. Não se trata, como poderia parecer à primeira vista, de uma condição resolutive de propriedade, porque o investidor-tomador não tem a obrigação de restituir as mesmas ações que adquiriu, e, sim, a de, no término do prazo contratual, adquirir no mercado ações de emissão daquela companhia, na mesma quantidade, para entregá-la gratuitamente ao investidor doador.¹⁶⁵

Essa classificação é a única que se alinha perfeitamente com o entendimento de que as ações seriam bens móveis infungíveis, uma vez que com a classificação da operação como uma verdadeira alienação há a completa e irrestrita transferência do bem ao tomador, o qual possui, em decorrência do negócio jurídico celebrado, a obrigação de atender a uma condição específica, qual seja, a entrega de ações ao doador no prazo acordado.

No âmbito do conceito de alienação, que é gênero, encontram-se as espécies compra e venda e doação. Poder-se-ia dizer que, no caso dos empréstimos onerosos, teríamos uma compra e venda ou uma cessão onerosa e, no caso dos empréstimos gratuitos, ocorreria uma doação.

No entanto, em que pese a lógica da construção ora apresentada, nos cabe avaliar se todas as condições intrínsecas a essa operação permitem a escolha desta alternativa. Veremos mais adiante que os direitos inerentes ao doador em relação ao recebimento de dividendos, por exemplo, são mantidos no empréstimo contratado por meio do serviço de empréstimo de ativos da câmara da BM&FBOVESPA, intitulado BTC, ou seja, ainda que ocorra a transferência temporária das ações ao tomador, o elo entre o doador e a companhia é, de certa forma, mantido, ainda que o doador não conste mais como acionista da companhia. Seria possível, portanto, enquadrá-la como uma completa e irrestrita transferência? Entendemos que não.

Vamos analisar as possíveis classificações dentro do gênero da alienação cabíveis ao empréstimo de ações oneroso. Já vimos que a ação é um bem incorpóreo. Para Caio Mário da Silva Pereira, a compra e venda consiste em um contrato em que uma pessoa se obriga a transferir à outra a propriedade de uma coisa corpórea ou incorpórea mediante o pagamento de certo valor em dinheiro¹⁶⁶. O próprio Caio Mário da Silva Pereira aponta, ainda, que

¹⁶⁵COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹⁶⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.150.

quando se trata de alienação onerosa de bem incorpóreo poder-se-ia aplicar um apurado rigor terminológico e reservar-lhe o vocábulo cessão^{167 168}. De acordo com Pontes de Miranda, “os bens incorpóreos que não são coisas não podem ser comprados e vendidos, em sentido estrito. São alienáveis por cessão.”¹⁶⁹ Na prática, no entanto, seriam aplicáveis os mesmos princípios da compra e venda¹⁷⁰.

Nas duas espécies de alienação onerosa, temos a presença irrefutável da pecuniaridade representada por um valor em dinheiro, visto que a precificação do bem deve ser séria. De acordo com Caio Mário da Silva Pereira, “se o preço for irrisório, venda também não há, porque um contrato em que se presencie o contraste aberrante entre valor da coisa e o preço nega-se a si mesmo.”¹⁷¹ Ainda que se argumente que esse é o valor e a forma de pagamento acordado entre as partes, no empréstimo de ações oneroso o tomador não paga ao doador o valor de negociação da ação (ou qualquer outro valor por meio do qual seja possível aferir o montante que aquele determinado ativo vale de fato)¹⁷², mas sim uma taxa periódica infinitamente menor quando em comparação ao valor da ação em si. Isso porque a transferência da ação é temporária, não se tem o objetivo de se desfazer definitivamente do ativo, e, portanto, o doador acorda em receber um percentual a título de remuneração apenas por deixar, momentaneamente, de constar como acionista da companhia. O doador alia seu interesse em não alienar o valor mobiliário – que poderá lhe render bons frutos mais adiante – ao fato de receber um montante extra que não lhe seria devido normalmente.

Entretanto, poder-se-ia aventar que a operação ora estudada seria uma compra e venda com cláusula de retrovenda, tendo em vista a condição estipulada entre as partes de devolver o bem em um determinado prazo. No entanto, essa classificação não merece prosperar, uma vez que a cláusula de retrovenda é aplicável apenas a bens imóveis^{173 174}. Como se não

¹⁶⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.151.

¹⁶⁸ Nesse mesmo sentido, Orlando Gomes: “A compra e venda por ter objeto coisas ou direitos. Neste último caso denomina-se cessão.” (GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p.245).

¹⁶⁹ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Direito das Obrigações, tomo XXXIX: compra e venda. Atualizado por Claudia Lima Marques. São Paulo: RT, 2012, p.237.

¹⁷⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.152.

¹⁷¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.158.

¹⁷² A esse respeito, destacamos que a ação é valorada a depender do contexto e do objetivo em que sua avaliação é demandada. Como aponta Fábio Ulhoa Coelho: “Em razão de representar a ação um investimento de extrema complexidade, a definição do quanto ela vale é uma das questões mais relevantes do direito societário. Dependendo do contexto em que é necessário atribuir valor à participação societária, isto é, em função dos objetivos da avaliação, a ação poderá ter, e normalmente tem, valores diferentes. Ela valerá mais ou menos, de acordo com a finalidade da valoração. De fato, podem-se-lhe atribuir, pelo menos, cinco valores: nominal, patrimonial, de negociação, econômico e de emissão.” (COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.103).

¹⁷³ Nesse sentido: PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.181; LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. v.III: Fontes das obrigações: contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996, p.348. Em posição contrária: MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Direito das Obrigações, tomo XXXIX: compra e venda, atualizado por Claudia Lima Marques. São Paulo: RT, 2012, p.239. A esse

bastasse esse incontestável argumento para impossibilitar a adoção desta classificação, dispõe o artigo 505 do Código Civil que o vendedor é responsável por restituir o preço pago pelo adquirente e reembolsá-lo das despesas incorridas; ora, sabemos que o doador (vendedor) não se responsabiliza por restituir qualquer montante ao tomador (adquirente), muito menos por reembolsá-lo de eventuais despesas.

Ainda dentro da espécie de compra e venda, poderíamos entender que o empréstimo de ações se trata, em verdade, de uma alienação fiduciária, na qual há a transferência da propriedade e posse indireta do bem, sendo que a posse direta é mantida pelo doador (vendedor). No entanto, esse tipo de compra e venda está atrelado a um contrato principal e é utilizado como uma garantia. Nesse sentido, a celebração da alienação fiduciária é motivada pela existência de um débito e persiste enquanto essa obrigação não for adimplida pelo vendedor. É possível que o empréstimo de ações seja realizado como uma alternativa à celebração de uma alienação fiduciária de ações, mas não se confunde com esta última, pois a transferência do bem no caso do empréstimo é completa.

O empréstimo gratuito, por sua vez, poderia ser classificado como uma doação. Esta, por sua vez, é a transferência voluntária e gratuita de um bem, proporcionando ao donatário uma vantagem à custa do patrimônio do doador¹⁷⁵. Conforme aponta Miguel Maria de Serpa Lopes,

em seu notável estudo a respeito de doação, Savigny definiu-a como um negócio jurídico *inter vivos*, dotado destes dois característicos: o de enriquecer alguém por isso que um outro perde qualquer coisa; e o da vontade deste outro destinada diretamente a esse enriquecimento mediante própria perda¹⁷⁶.

respeito, Paulo Nader opina: “O notável jurista [Pontes de Miranda] não atentou para o princípio chamado *a contrario sensu*. Na ementa de um acórdão prolatado em 1996, o Superior Tribunal de Justiça, pela Quarta Turma, consignou que ‘Não veda a lei tenha a retrovenda por objeto bens móveis’. O julgamento referia-se a contrato de compra e venda de ações com pacto de retrovenda: ‘... não contraria o artigo 1.140 e parágrafo único do Código Civil a decisão que considera como compreendido no direito de resgate tudo quanto se acrescentou às ações vendidas, quer por força de bonificações, quer em razão do direito de subscrição’. A interpretação extensiva dada por Pontes de Miranda e pelo Superior Tribunal de Justiça conflitam com o límpido texto do Código Civil, tanto o revogado quanto o atual, e, mais grave do que isto, afrontam a teleologia da limitação legal.” (NADER, Paulo. **Curso de direito civil**. v.3: Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p.189-190).

¹⁷⁴ Nos Estados Unidos, existe a figura do *repurchase agreement* inclusive com bens móveis. “A repo transaction in the broader sense is defined under standard master agreements as follows: [One party... (Seller) agrees to sell to the other ... (Buyer) securities... (Securities)... against the payment of the purchase price by Buyer to Seller [‘first leg’], with a simultaneous agreement by Buyer to sell to Seller Securities equivalent to such Securities at a date certain or on demand against the payment of the repurchase price by Seller to Buyer [‘second leg’]]. Two kinds of repo transactions can be distinguished (both fit under the repo definition above): if the main motivations of a repo transaction is to provide cash to the repo seller, the repo transaction is called a cash-driven or regular repo transaction. The repo seller receives the purchase price and has to compensate the repo buyer for use of the purchase price/cash. Such compensation is included in the repurchase price as shown below (‘Regular Repo’). If the main motivation is to provide specific securities to the repo buyer, the repo transaction is called a securities-driven repo. The buyer has to compensate the seller for use of the securities (‘Securities-Driven Repo’).” (RUCHIN, André. Can securities lending transactions substitute repurchase agreement transactions? **The Banking Law Journal**. LexisNexis A.S. Pratt, 2011, p.451).

¹⁷⁵ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.233.

¹⁷⁶ LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. v.III. Fontes das obrigações: contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996, p.383.

Tendo em vista que a transferência do bem no empréstimo de ações é limitada a um período, não seria possível enquadrá-lo com uma doação simples, mas talvez como uma doação condicionada com condição resolutive. Esta última é caracterizada pela subordinação a uma condição em decorrência de um fato¹⁷⁷ e possibilita que o bem retorne ao patrimônio do doador caso essa condição se concretize.

A nosso ver, as hipóteses de alienação são marcadas pela transferência irrestrita do bem, exceto quando presente no contrato uma condição resolutive, a qual não é sabido pelas partes se será concretizada no decorrer do negócio. No empréstimo de ações há uma transferência temporária do bem e é certo que as partes estabelecem em conjunto o período máximo de vigência do empréstimo. É sabido, de antemão, que o tomador deverá devolver ações da mesma espécie e quantidade que tomou emprestado. Além disso, é provável que as ações entregues ao doador no final da contratação da operação não sejam as mesmas ações emprestadas, pois o tomador pode livremente negociá-las, o que descaracterizaria as espécies de alienação. Nesse sentido, nos parece que a interpretação da operação como uma alienação, seja compra e venda, cessão ou doação, não merece persistir.

4.1.4 Empréstimo (mútuo) de ações

Finalmente, a última classificação que podemos aplicar ao empréstimo de ações é o entendimento de que ele seria, na verdade, um mútuo regido nos termos do artigo 586¹⁷⁸ e seguintes do Código Civil.

O mútuo é o empréstimo de bens fungíveis. O mutuário fica responsável pela restituição de bem em gênero, qualidade e quantidade iguais àquele originalmente emprestado pelo mutuante. O mutuário pode livremente usar e dispor do bem emprestado, desde que, ao término do contrato, restitua o mutuante. Nesse sentido, nota-se que o bem emprestado é de fato transferido ao tomador do empréstimo, que passa a ser o seu proprietário.

Como mencionado, a operação ora estudada envolve uma verdadeira transferência da propriedade das ações pelo doador ao tomador. Isso pois, se assim não o fosse, o próprio objetivo que muitas vezes estimula a realização de empréstimos de ações – qual seja, a sua

¹⁷⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.231.

¹⁷⁸ Artigo 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

livre negociabilidade pelo tomador – não teria fundamento jurídico. Nesse sentido, importantes as palavras de Marcelo Fernandez Trindade:

Como qualquer contrato de mútuo, o empréstimo de ações transfere a propriedade do bem fungível – as ações – àquele que o toma emprestado. Isso ocorre justamente devido à finalidade do negócio, que se destina não apenas ao uso, mas também à possibilidade de disposição do bem tomado em mútuo pelo mutuário. Realizado o mútuo, o mutuário poderá dispor livremente das ações, alienando-as no mercado.¹⁷⁹

A respeito da transferência do bem ao tomador, acrescenta Fábio Ulhoa Coelho:

O investidor-tomador não tem a obrigação de “restituir” as mesmas ações adquiridas do investidor-doador. Tal vinculação implicaria, até mesmo, na descaracterização do principal elemento econômico do negócio, que é a plena negociabilidade das ações objeto de contrato. Quer dizer, da cláusula específica deste contrato atípico não decorre nenhum direito real sobre as ações. Com ênfase, tendo adotado o direito brasileiro o princípio da tipicidade dos direitos reais, aos particulares não é possível criar gravames desta natureza sobre os seus bens ou direitos, senão os especificamente previstos em lei.¹⁸⁰

Interessante, no entanto, a inevitável discussão que permeia a classificação da operação de empréstimo de ações em relação à fungibilidade ou infungibilidade do bem. Isso, pois, caso entendamos que a ação é um bem infungível e, portanto, impassível de ser substituída em quantidade e espécie equivalentes, temos uma incongruência no seu enquadramento como mútuo.

A conclusão relativa a esse ponto, conforme abordado no Capítulo 3, é de que as ações depositadas na Central Depositária de Ativos são incontestavelmente fungíveis uma vez que se enquadram no disposto no artigo 41 da Lei das S.A. Tanto é assim que, perante o escriturador da companhia, as ações depositadas constam registradas em nome da própria Central Depositária de Ativos, e não em nome de cada um dos beneficiários – daí a menção na Lei das S.A. à aquisição da titularidade da propriedade fiduciária pela instituição depositária¹⁸¹ –, podendo ser negociadas no mercado secundário de forma mais célere e menos burocrática. A Central Depositária de Ativos, por sua vez, possui um controle da

¹⁷⁹ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e *Insider Trading*. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.522.

¹⁸⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

¹⁸¹ “Nesse sentido, a propriedade fiduciária transmitida ao custodiante, desde que expressamente autorizada pelo depositante, serve apenas ao fim de permitir a negociação dos valores depositados, sem a necessidade de alteração dos registros da companhia a cada transferência autorizada. Assim, a propriedade ilimitada dos valores mobiliários depositados somente será transferida de volta ao depositante, nos registros da companhia, quando extinta a custódia, pelo equivalente ao saldo remanescente na sua conta de depósito.” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009, p.387).

posição de cada um dos acionistas da companhia. Assim, se o empréstimo de ações for registrado no BTC – realizado, portanto, com ações mantidas em depósito na Central Depositária de Ativos – seguramente afirmamos que a negociação ocorrerá com bens juridicamente classificados como fungíveis.

E em relação ao empréstimo privado, cujas ações não estão depositadas na Central Depositária de Ativos e não fazem, portanto, jus à presunção do artigo 41 da Lei das S.A.? As ações escrituradas individualmente em nome de cada acionista, ou seja, não mantidas em depósito perante uma instituição depositária, são, a rigor, infungíveis, uma vez que a Lei das S.A. não as caracterizou como fungíveis da mesma forma que fez com as ações mantidas em depósito. É esse o entendimento majoritário da doutrina, conforme apontado no Capítulo 3 deste estudo. No entanto, em razão da homogeneidade decorrente dos direitos e obrigações inerentes às ações de mesma espécie, nosso entendimento é de que, ainda que não haja previsão legal expressa com relação à fungibilidade das ações não mantidas em depósito, não há como negar a presença dos critérios necessários para a sua caracterização como bem fungível. As ações ordinárias de emissão da companhia “Y” darão os mesmos direitos e deveres a todos os titulares desta espécie de ação indistintamente; qualquer diferenciação que porventura possa existir advém da condição de determinado acionista e não do valor mobiliário em si¹⁸². Desta maneira, em razão da sobreposição do conteúdo sobre a forma, seguimos com o argumento de que as ações escriturais, ainda que não mantidas em depósito, são bens fungíveis, nos termos do artigo 85 do Código Civil¹⁸³.

Esse é, também, o entendimento de Otávio Yazbek manifestado em voto proferido na qualidade de diretor da CVM no âmbito de processo administrativo da referida autarquia:

A Bolsa/CBLC trata, em todos os seus documentos, a operação como de empréstimo ou de aluguel e remete todo o tempo à transferência da propriedade das ações para os mutuários, registrada em seus sistemas – e aqui vale lembrar que, ainda que a terminologia possa, por vezes, soar pouco rigorosa, é sob esse regime que ingressam os contratantes. As ações são tomadas em empréstimo para posterior utilização pelo tomador e, a menos que ocorra uma coincidência não são os mesmos títulos que serão devolvidos – daí porque elas são inequivocamente coisas fungíveis. E o empréstimo de coisas fungíveis é caracterizado, pelo art.586 do Código Civil, como mútuo.¹⁸⁴ (grifo nosso).

¹⁸² A própria Lei das S.A. estabelece algumas condições diferenciadas a determinados acionistas, como, por exemplo, o direito de eleição de membro do conselho fiscal e do conselho de administração. Acordos de acionistas e estatutos sociais podem, ainda, estabelecer, por exemplo, direito de veto a determinado acionista. Mas essas diferenciações decorrem da qualidade do acionista, seja por se tratar de um investidor relevante ou pela quantidade de ações que possui. O fato é que as ações em si são absolutamente idênticas.

¹⁸³ Artigo 85. São fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.

¹⁸⁴ Processo Administrativo CVM nºSP 2011/0304.

De acordo com Pontes de Miranda, “conteúdo é o que dá a finalidade do negócio jurídico.”¹⁸⁵ Superada a questão da natureza jurídica das ações, é necessário, portanto, verificarmos o conteúdo do negócio e o *animus contrahendi* das partes para, finalmente, conseguirmos encontrar a melhor definição do negócio jurídico que elas visam contratar. A nosso ver, a melhor classificação dada à operação estudada é o seu enquadramento como mútuo, pelas seguintes razões:

- (I) ocorre uma legítima transferência das ações emprestadas ao tomador do empréstimo, ainda que de forma temporária, e não apenas uma cessão de uso. Dessa forma, não é possível classificá-lo como um aluguel de ações;
- (II) o objetivo da operação não é pura e simplesmente confiar as ações a um terceiro que poderá usá-las. O tomador passará a ser o novo proprietário das ações, por um período específico, e poderá inclusive delas dispor. Assim, não se pode enquadrar o empréstimo de ações como um depósito irregular de ações; e
- (III) em sendo oneroso o empréstimo, ocorre o pagamento de uma remuneração ao doador que incide, justamente, sobre o valor de negociação do ativo ou outro valor atribuível às ações estipulado entre as partes. Ou seja, não há o pagamento do valor intrínseco do ativo, do seu valor de face, mas puramente de uma taxa para que o doador o transfira temporariamente; em sendo gratuito, obviamente não há qualquer pagamento envolvido. Tanto na forma onerosa quanto na gratuita, entendemos que a intenção do doador com a operação não é alienar, se desfazer do ativo, mas realizar uma transferência temporária ao tomador que deve ser, futuramente, restituída. Isso porque mesmo transferindo as ações para o tomador, o doador permanece exposto aos riscos envolvendo a companhia emissora e as oscilações no preço das ações¹⁸⁶. Por essa razão, diz-se que o vínculo do doador com a companhia não se extingue com o empréstimo,¹⁸⁷ embora ele não conste mais como

¹⁸⁵ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Direito das Obrigações, tomo XXXIX: compra e venda. Atualizado por Claudia Lima Marques. São Paulo: RT, 2012, p.63.

¹⁸⁶ EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.601.

¹⁸⁷ “A transmissão da titularidade no empréstimo de ações ocorre apenas para formalizar a operação e não porque o doador tenha interesse em deixar de ser acionista da companhia, ao contrário do que ocorre na compra e venda de ações. Por essa razão, o doador recebe somente uma remuneração, que não corresponde ao valor integral das ações.” (EIZIRIK, Nelson.

titular das ações emprestadas. O doador deixa de possuir direitos reais sobre o bem emprestado e passa a deter, se assim for acordado, direitos creditícios face ao tomador¹⁸⁸. Por esses motivos, mesmo havendo a plena transferência dos bens, cremos que o empréstimo de ações não pode ser classificado como uma alienação de ações.

Esse é o entendimento demonstrado também por Nelson Eizirik. Para ele, o empréstimo de ações registrado no BTC possui feições peculiares e, portanto, seria classificado como um mútuo de natureza especial¹⁸⁹.

4.2 Tipos de empréstimo de ações: privado e registrado

Os empréstimos de ações se dividem em dois tipos: (I) privados e, portanto, regidos pelo que dispõe o Código Civil; e (II) registrados no BTC, nos quais há incidência dos normativos da CVM e da regulamentação da BM&FBOVESPA.

O empréstimo privado não se submete às disposições da CVM a respeito do assunto – muito menos da BM&FBOVESPA –, ainda que as ações objeto do empréstimo sejam de emissão de companhia aberta. Nesse sentido, não é possível sabermos, ao certo, quantas ações são movimentadas por meio da celebração de empréstimos privados exceto se: (I) tais ações forem detidas ou emprestadas por administradores e pessoas ligadas da companhia ou (II) se corresponderem a um percentual relevante de participação na companhia (5% ou mais em determinado tipo ou classe de ação) ou forem detidas ou emprestadas pelo acionista controlador. Nesses casos, embora a regulamentação da CVM acerca de empréstimo de ações não seja aplicável, as normas da autarquia sobre divulgação de participação acionária não são dispensáveis e conseguem proporcionar algum controle à companhia e à CVM em relação às negociações realizadas via empréstimo de ações.

Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.602.

¹⁸⁸ Otavio Yazbek se manifestou nesse sentido no âmbito do Processo Administrativo CVM nºSP 2011/0304: “[...] não se poderia falar em verdadeira e intencional alienação dos títulos. À parte o fato de que nem mesmo se paga um verdadeiro preço por eles, a transferência, aqui, seria apenas ‘instrumental’, a fim de permitir que o tomador das ações as utilizasse para seus próprios fins. Creio que esse argumento não resiste à constatação de que, no contrato de mútuo e ainda mais na modalidade aqui descrita, o que se transfere é, efetivamente, a propriedade do bem. Não remanescem direitos reais restritos com o emprestador, mas apenas um direito de crédito. E, ademais, ainda que existissem aqueles direitos, eles teriam que ser tipificados. É verdade que talvez não se possa mesmo falar em um verdadeiro ‘contrato de alienação’ ou em escopo de alienação do bem, mas a propriedade efetivamente se transfere e essa transferência produz, nesse sentido, plenos efeitos.”

¹⁸⁹ EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.601.

Da mesma forma que na alienação privada de ações as partes já são conhecidas e possuem interesse em realizar a operação fora do ambiente de bolsa. Acreditamos que o empréstimo de ações privado tem maior probabilidade de ocorrer nesses termos. É muito usual que sejam realizados empréstimos privados com ações de emissão de companhia aberta no contexto de ofertas públicas, pois essa estrutura permite uma maior autonomia às partes do contrato, as quais podem livremente pactuar os termos e as condições do empréstimo. Além desse cenário, vemos também a possibilidade de o empréstimo privado de ações ser utilizado como “instrumento de garantia” no contexto de uma operação; ao invés de serem alienadas fiduciariamente, as ações podem ser emprestadas e temporariamente transferidas aos tomadores enquanto determinada obrigação não for adimplida. Nesse segundo cenário, o tomador não terá qualquer dificuldade em “executar sua garantia” na hipótese de inadimplemento, uma vez que os ativos já estarão no seu nome e sequer constituem uma garantia de direito.

O ambiente bolsístico exerce papel fundamental para a propagação das operações de empréstimo de ações e para a movimentação do mercado de capitais. Em razão de funcionar justamente como uma praça do comércio, tal ambiente possibilita a aproximação das figuras do doador e tomador para realizarem a transação e fomenta a liquidez do ativo. Essa aproximação ocorre por meio do sistema BTC, operacionalizado pela BM&FBOVESPA. Além disso, o risco de crédito do doador também é relativizado por meio da celebração de empréstimo de ações registrado, uma vez que a entidade centralizadora é garantidora do recebimento do crédito em última instância. O empréstimo registrado no BTC é informado e regulamentado pela BM&FBOVESPA, que atua – por meio da Central Depositária de Ativos – como contraparte central dessas operações. Além das disposições estabelecidas pela CVM, outras regras lhe são aplicáveis, como veremos mais adiante nesse estudo.

Conforme salientado pela própria CVM ao comentar o comunicado feito pela Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO) sobre as iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (*short selling*), “o modelo brasileiro de empréstimo de ativos é muito diferente do modelo adotado no mercado internacional, em geral, e nos Estados Unidos, em particular.”¹⁹⁰

A principal diferença se dá em razão da centralização de informações e do controle existente sobre os empréstimos de ações realizados no Brasil. Os Estados Unidos, apesar da incomparável evolução e desenvolvimento de seu mercado de capitais, utilizam o método que

¹⁹⁰ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>. Acesso em: 08 ago.2015.

antigamente empregávamos na regulamentação da operação: as corretoras são responsáveis por manter o registro das operações que intermediam e exigir as devidas garantias do tomador. Atualmente, muito se discute a respeito da implantação de contrapartes centrais nos Estados Unidos, mas, por enquanto, a manutenção das relações intermediadas entre tomador e doador, sem interferência de um ente que tem por objetivo fiscalizar e regulamentar a operação, é o que ocorre.

4.3 Histórico e regulamentação

4.3.1 O início: Resolução CMN nº1.133 e Instrução CVM 51

Nesta seção, faremos uma análise histórica e da regulamentação relativa ao empréstimo de ações no Brasil. Importante destacar, no entanto, que nosso foco aqui são as operações legitimadas pela regulamentação da CVM e, especialmente, aquelas realizadas no ambiente de bolsa. Os empréstimos de ações que não se submetem a esse arcabouço jurídico são unicamente regulamentados pelo que dispõe o Código Civil acerca do mútuo, cuja evolução não é objeto deste estudo.

Feitos os devidos esclarecimentos, é necessário abordarmos o início do desenvolvimento do que atualmente conhecemos como a regulamentação relativa aos valores mobiliários. Com a promulgação da Lei nº6.385, de 7 de dezembro de 1976, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, criou-se a CVM, entidade autárquica em regime especial¹⁹¹ que, por meio de várias atribuições, tem como competência a expedição de normas para a execução do disposto no artigo 2º da Lei de Mercado de Capitais – que trata da conceituação de valores mobiliários –, bem como (I) regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), as matérias expressamente previstas na Lei do Mercado de Capitais e na Lei das S.A.; (II) administrar os registros instituídos pela Lei do Mercado de Capitais; (III) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o artigo 1º da Lei do Mercado de Capitais, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (V) propor ao CMN a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do

¹⁹¹ A CVM era, originalmente, uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. Porém, com a edição da Medida Provisória nº8, posteriormente convertida na Lei nº10.411/2002, tornou-se uma autarquia em regime especial, adquirindo, portanto, a independência e a autonomia de atuação conferidas às agências reguladoras.

mercado; e (VI) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Antes da edição da Lei do Mercado de Capitais, cabia ao Banco Central do Brasil atuar como órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários. Ao comentar a respeito da edição da Lei do Mercado de Capitais, Nelson Eizirik aponta:

o legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.¹⁹²

Dessa forma, CVM e Banco Central passaram a regular os mercados de valores mobiliários e financeiro, respectivamente, e ambos estão sujeitos à regulação do CMN, “que conserva seu papel de órgão superior, ditando as políticas a serem observadas nos dois mercados.”¹⁹³

Após essa breve introdução sobre a competência regulamentar e fiscalizadora do mercado de capitais, não nos restam dúvidas de que o empréstimo de ações se insere no rol de operações supervisionadas pela CVM e, indiretamente e num contexto macroeconômico, pelo CMN. Vale mencionar que se o empréstimo ocorrer no ambiente de bolsa, ou seja, for registrado no sistema BTC, os termos e condições estabelecidos pela BM&FBOVESPA também deverão ser atendidos.

A primeira regulamentação a tratar da figura do empréstimo de valores mobiliários foi a Resolução do CMN nº1.133, de 15 de maio de 1986, por meio da qual se instituiu, logo no primeiro artigo, que “as sociedades corretoras e distribuidoras poderão conceder financiamento para compra de valores mobiliários e emprestar valores mobiliários para venda, em operações no mercado à vista nas Bolsas de Valores”. Adicionalmente, a referida resolução estabeleceu que, no caso de empréstimo de valores mobiliários para venda, deveria ficar caucionado na sociedade corretora ou distribuidora o produto da venda, cujo valor, acrescido de outras garantias, representasse, no mínimo, 140% dos valores mobiliários emprestados.

Podemos notar que a primeira menção à operação aqui estudada estabelece que o empréstimo de valores mobiliários estaria necessariamente vinculado a uma venda pelo

¹⁹² EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, p.243.

¹⁹³ EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, p.244.

tomador, o que, atualmente, sabemos não se tratar de uma verdade absoluta. Embora a maioria dos empréstimos de ações seja realizada, de fato, para fazer frente ao mercado de venda a descoberto, é possível que o tomador do empréstimo tenha interesse estratégico na manutenção temporária daquelas ações em sua carteira e não vislumbre uma venda no mercado.

Outro ponto interessante diz respeito à exigência de garantia equivalente a 140% do valor das ações emprestadas. Desde os primórdios da instituição do empréstimo de valores mobiliários, teve-se a consciência de que seria indispensável que o tomador fornecesse garantias suficientes para a cobertura de um eventual inadimplemento futuro ao doador.

Após a edição da resolução mencionada pelo CMN, a CVM editou, em 9 de junho de 1986, a Instrução CVM 51, que regulamenta a concessão de financiamento para compra de ações pelas sociedades corretoras e distribuidoras. O artigo 21 da Instrução CVM 51 conceitua o empréstimo de ações para venda como aquele realizado por uma sociedade corretora ou distribuidora, tendo por objeto ações emitidas por companhias abertas e admitidas à negociação em Bolsas de Valores, as quais se destinarão, exclusivamente, à venda no mercado à vista, em nome do tomador do empréstimo. A Instrução CVM 51 institui, ainda, que o período de vigência e o direito de liquidar a operação com ações da mesma espécie e quantidade são cláusulas mínimas que devem constar dos contratos de empréstimo de ações.

Outra previsão interessante da Instrução CVM 51 diz respeito ao limite operacional por ela imposto à realização de empréstimos de ações pelas sociedades corretoras e distribuidoras. De acordo com a instrução,

o volume total das operações disciplinadas por esta Instrução realizado pela sociedade corretora ou distribuidora não poderá exceder a 5 (cinco) vezes o valor do respectivo patrimônio líquido, apurado a partir dos dados do balanço ou balancete referente ao mês imediatamente anterior.¹⁹⁴

Adicionalmente, nos termos deste normativo da CVM, as sociedades corretoras e distribuidoras devem manter um sistema de controle acerca das operações de empréstimo de ações realizadas. Estas entidades são as responsáveis, perante os clientes proprietários das ações por elas emprestadas, pela sua reposição, não se estabelecendo qualquer vínculo entre aqueles e os tomadores do empréstimo. Verifica-se, portanto, que o papel das corretoras e distribuidoras não se atinha à intermediação da operação, ia, em verdade, muito além. Elas respondiam perante o doador na hipótese de falha de liquidação – ou seja, falha na devolução

¹⁹⁴ Artigo 36 da Instrução CVM 51.

dos ativos – e deviam manter os registros das operações de empréstimos de ações que realizavam.

Essas características podem estar relacionadas ao fato de que, à época, o mercado de empréstimo de valores mobiliários era ínfimo em comparação com o que hoje nos deparamos. No entanto, apontam, desde já, falhas que seriam posteriormente corrigidas. A esse respeito, interessante a colocação de João Batista Fraga e William Eid Júnior:

A efetividade da Instrução 51 pode ser questionada. Nos anos que seguiram a sua expedição, não existem boletins das duas então principais bolsas de valores do País – Rio de Janeiro e São Paulo – dando conta da realização de vendas em margem. Charoenrook e Daouk (2009), que trabalharam com os mesmos dados utilizados por Bris, Goetzmann e Zhu (2007), indicaram a Instrução 51 como origem da legalidade da venda a descoberto no Brasil, mas classificaram a prática das operações como não exequível. Há, entretanto, relatos oficiais de que as corretoras de valores realizavam empréstimos de ações sob o manto da Instrução 51, e o principal deles é o episódio, descrito no Inquérito Administrativo nº33/99 conduzido pela CVM (Inquérito CVM), que expôs as fragilidades desse arcabouço regulatório e apressou a construção, na legislação, do modelo alternativo [...].¹⁹⁵ (grifos nossos).

O Inquérito Administrativo nº33/99 aborda justamente a responsabilização de uma corretora em razão da celebração de contratos de empréstimos de forma irresponsável e contrária à regulamentação. Ele foi instaurado em 1999, mediante proposta de abertura de inquérito realizada em 1996, visando investigar a ocorrência de irregularidades com a realização de empréstimos de ações de clientes da Ação S/A – Corretora de Valores e Câmbio e seu controlador. Eis que dois dos clientes da Ação Corretora, Luiz Fernando Panico e Sociedade de Instrução e Colonização, atuavam como doadores em diversos contratos de empréstimos de ações de emissão da então Companhia Vale do Rio Doce (atualmente Vale S.A.) celebrados ao longo de 1995 com a Ação Corretora, que repassava imediatamente os ativos à Sapucaia Empreendimentos e Participações S/A por meio de novos contratos. Entretanto, no decorrer daquele ano, a rotina dos empréstimos realizados tanto pelo Sr. Panico quanto pela SIC foi alterada pela Ação Corretora: ao invés de tomar emprestadas as ações detidas por seus clientes e repassá-las à Sapucaia, a corretora passou a intermediar a celebração de contratos diretamente entre seus clientes e a Sapucaia. Conforme apontado nos autos do Inquérito, as ações “diretamente” emprestadas à Sapucaia, eram novamente emprestadas pelos clientes à Ação Corretora e repassadas por ela à Sapucaia. Ou seja, as mesmas ações eram duplamente emprestadas à Sapucaia.

¹⁹⁵ FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.36.

Nesse ínterim, a Sapucaia requereu concordata, que foi subsequentemente convertida em falência. As ações emprestadas pelo Sr. Panico e pela SIC obviamente não foram devolvidas, de modo que a Sapucaia arrolou ambos como credores pelos valores dos empréstimos que celebraram diretamente. Diante dessa situação, o Sr. Panico apresentou uma reclamação ao Fundo de Garantia da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, requerendo a reposição das ações que possuía em 1995 (total de 10.924.776 ações ordinárias), obtendo êxito apenas na instância final por meio de decisão do Colegiado da CVM¹⁹⁶. Entretanto, o cumprimento da decisão administrativa da CVM foi susgado em razão da obtenção de tutela antecipada pela Ação Corretora em um processo judicial.

A Comissão de Inquérito da CVM entendeu que o Sr. Panico teve sua confiança traída pela Ação Corretora, a qual, por meio de seu controlador, orientou o seu cliente a assinar os contratos de empréstimo diretamente com a Sapucaia. Por sua vez, a Ação Corretora sequer havia exigido da Sapucaia a garantia requerida pela Instrução CVM 51. De acordo com a Comissão de Inquérito, havia evidências de que os contratos foram celebrados diretamente com a Sapucaia porque o controlador da Ação Corretora queria se livrar de qualquer responsabilidade perante os seus clientes, uma vez que conhecia a situação financeira a qual a Sapucaia se encontrava.

Em voto proferido no Inquérito, o diretor-relator Marcelo Fernandez Trindade afirmou:

Poucas vezes se terá vislumbrado um caso tão claro como o destes autos, de operação fraudulenta, como definida na Instrução CVM 08/79. Está cabalmente provado, pela comparação dos contratos de fls.77/80 e 344/347, celebrados diretamente entre Dr. Panico e SIC com a Sapucaia, com os contratos de fls.69/72 e 344/347, celebrados entre aqueles clientes e a Corretora Ação, que houve duplicidade de negócios envolvendo as mesmas ações.

[...]

Em outras palavras, a relação jurídica que se estabelecia – e a consequente responsabilidade contratual – ligava sempre e necessariamente os clientes com a corretora, pouco importando, a meu sentir, a forma pela qual os empréstimos fossem

¹⁹⁶ RECURSO CONTRA A DECISÃO DA ÁREA TÉCNICA EM PROCESSO DE FUNDO DE GARANTIA – LUIZ FERNANDO PANICO – PROC. SP 96/0062 Reg. nº1116/96 Relator: DRM. Trata-se de recurso interposto pelo investidor, Sr. Luiz Fernando Panico, contra a decisão da SMI, que não reconheceu o seu direito de ressarcimento pelo Fundo de Garantia da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, relativo a contrato de empréstimo de ações ordinárias de emissão da Cia. Vale do Rio Doce assinado com a Ação S.A. Corretora de Valores e Câmbio. Com base em manifestação da área jurídica, a SMI decidiu que o pleito não estava amparado pelo Fundo de Garantia, por ter o Reclamante firmado contrato de mútuo diretamente com a Sapucaia Empreendimentos e Participações S.A., à qual foram emprestadas as referidas ações pela Ação Corretora, sem a exigência das garantias previstas na Instrução CVM nº51/86. Tendo analisado os documentos constantes do processo, o Diretor-Relator concluiu que o contrato que supostamente estaria em vigor quando do pedido de concordata da Sapucaia não tinha validade, restando comprovado que o mesmo só foi assinado em decorrência da relação de confiança existente entre o cliente e a corretora. Assim sendo, e por entender que o processo se encontrava suficientemente instruído, dispensando a realização de novas diligências, o Diretor-Relator apresentou voto no sentido de julgar procedente a reclamação do investidor, reformando a decisão da SMI e do Conselho de Administração da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. O Colegiado acompanhou, na íntegra, o voto do Relator.

instrumentalizados, isto é, se diretamente entre os tomadores finais e os clientes, ou se em dois passos, como acontecia no caso, até o último dos contratos.

[...]

Nada mais falso: caso não houvesse os novos contratos, não teria pairado dúvida por qualquer momento de que, sobrevindo a concordata da Sapucaia, nos autos desta habilitar-se-ia a corretora, que seria responsável perante os mutuantes.

A confusão – embora indevida, como salientei – somente se estabeleceu porque a Corretora Ação e seu diretor de bolsa e sócio Feres José se omitiram e concordaram (para dizer o mínimo) com a celebração dos novos contratos, deixando de informar a seus clientes sobre o fato de a Corretora Ação ser responsável, qualquer que fosse o desfecho dos acontecimentos com a Sapucaia.

Em 2001, o Colegiado da CVM condenou a Ação Corretora e seu controlador a pagarem uma multa de R\$ 2.090.245,22 – equivalente a 30% do valor da operação – em decorrência de operações fraudulentas na intermediação dos contratos e outra multa de aproximadamente R\$ 3.681,78 por não terem exigido garantia no âmbito dos empréstimos de ações e por não terem indicado à CVM e à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro o diretor responsável pelas operações. A Ação Corretora também foi condenada a uma multa de R\$3.681,78 em razão da prática reiterada de outras irregularidades e seu controlador recebeu, ainda, a pena de inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores pelo prazo de dois anos.

No âmbito judicial, a Ação Corretora, primeiramente, ajuizou uma ação de sequestro em face do Sr. Panico, da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, da Sapucaia e da Massa Falida da Sapucaia pleiteando, em sede de liminar, o sequestro das ações em exame, o qual foi, inicialmente, deferido. A ação principal consistia em uma ação declaratória de inexistência de relação jurídica em face do Sr. Panico, da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, da Sapucaia e da Massa Falida da Sapucaia, no intuito de se eximir de qualquer responsabilidade pela falta de devolução das ações emprestadas à Sapucaia, alegando que o Sr. Panico estava ciente da celebração direta do contrato com a futura falida¹⁹⁷. Tal ação foi julgada improcedente na primeira e segunda instâncias e alcançou, ainda, o Superior Tribunal de Justiça por meio da interposição de recurso especial¹⁹⁸ pela Ação Corretora, que não foi conhecido pela Quarta Turma do STJ. Também no âmbito judicial, entendeu-se que a Ação Corretora agiu de forma fraudulenta e com objetivo de induzir ao erro o Sr. Panico em proveito próprio.

Mesmo tendo sido o entendimento judicial em linha com o decidido no âmbito administrativo, em razão da mora judicial e das diversas engenharias utilizadas para se

¹⁹⁷ Ação Ordinária nº0040296-67.1997.8.19.0001(1997.001.038314-9).

¹⁹⁸ BRASIL. REsp nº757676/RJ (2005/0063666-6), j.25-03-2008. Min. Rel.Aldir Passarinho Junior. Ministros João Otávio de Noronha, Massami Uyeda e Fernando Gonçalves.

prorrogar uma eventual condenação, cremos que o Sr. Panico ainda não recebeu a indenização que tinha direito, pois a BM&FBOVESPA (atual Bolsa de Valores do Rio de Janeiro) ainda está contestando a decisão.

A descrição do caso acima é importante para ilustrar a debilidade e as intercorrências advindas da implementação da Instrução CVM 51. Se, à época, o volume de empréstimos de ações era infinitamente menor ao de hoje, cremos que o aumento se deve, em grande parte, à edição de regras mais protetivas aos investidores e ao mercado em geral. João Batista Fraga e William Eid Júnior apontam na obra que realizaram em conjunto, a partir do exemplo do Inquérito, justamente o desenvolvimento da regulação nesse sentido:

O empréstimo de ações apareceu como um daqueles instrumentos complexos do mercado de capitais nos quais clientes comuns, mesmo que de grande porte, são fraudados por uma corretora de valores até então tida como idônea e um banco considerado sólido, no qual um ex-presidente do Banco Central aparentemente tinha poder de controle.

[...]

No final de 1995, depois que tomou conhecimento do episódio narrado acima e em função da pouca disseminação da atividade de empréstimos de ações, a CVM mostrou-se disposta a dar mais atenção à proposta da Câmara de Liquidação e Custódia (CLC) que defendia o estabelecimento de ambiente centralizado para registro e garantia das operações.¹⁹⁹

Como esclarecimento, a menção feita ao “banco considerado sólido, no qual um ex-presidente do Banco Central aparentemente tinha poder de controle” se deve ao fato de que a Sapucaia era controladora do BFC Banco S.A. e o ex-presidente ali mencionado se refere ao Sr. Francisco Gross que detinha 33,3% do banco.²⁰⁰

4.3.2 A era da centralização: Instruções CVM 249 e 441

Em 1996, a CVM editou a Instrução CVM nº249, de 11 de abril daquele ano, que visou regulamentar o empréstimo de ações pelas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações. Interessante que, mesmo após a introdução desta nova regulamentação, a Instrução CVM 51 não foi revogada, permanecendo – teoricamente – vigente até os dias de hoje.

¹⁹⁹ FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.37.

²⁰⁰ Disponível em: <http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,ERT160879-15259-160879-3934,00.html>. Acesso em: 12 ago.2015.

Dentre as alterações regulamentares introduzidas pela edição da Instrução CVM 249, a de maior peso é, sem dúvida, a previsão de que

as entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações são responsáveis pela manutenção de sistema de registro e controle das operações de empréstimo de ações, que permita a identificação, a qualquer tempo, dos seguintes dados: I – Emprestador e tomador dos empréstimos; II – Intermediários dos empréstimos; III – Características, quantidade e valor de mercado atualizado das ações objeto dos empréstimos; IV – Características, quantidade e valor de mercado atualizado das garantias dos empréstimos.²⁰¹ (grifos nossos).

Com isso, as referidas entidades passaram a ter a obrigação de manter um controle das atividades de empréstimo de ações de emissão de companhias abertas, o que sob a égide da Instrução CVM 51 não é exigido: o controle era realizado individualmente por cada corretora ou distribuidora envolvida na operação, de modo que não existia uma central de registros que pudesse aglutinar as informações das várias corretoras e distribuidoras.

As entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações passaram, ainda, a depender de prévia aprovação pela CVM para manter serviço de empréstimo de ações de companhias abertas, a qual deveria ser realizada mediante a entrega de determinada documentação – composta por minuta do regulamento do serviço de empréstimo de ações, minuta dos contratos padronizados, dentre outros – à análise da CVM.

Além disso, as entidades passaram a ser, expressamente, responsáveis “perante os titulares das ações emprestadas, pela reposição das mesmas e dos eventuais direitos atribuídos às ações no período de empréstimo, não se estabelecendo qualquer vínculo entre os emprestadores e os tomadores de empréstimo.”²⁰² Os intermediários, por sua vez, respondem solidariamente pela eventual inadimplência. Essa alteração retrata a mudança de um sistema descentralizado, em que exclusivamente as corretoras e distribuidoras mantinham o serviço de empréstimo de ações e garantiam seu retorno aos doadores, para um sistema centralizado, em que as entidades prestadoras de serviços de custódia, registro e liquidação possuem esse papel²⁰³.

²⁰¹ Artigo 4º da Instrução CVM 249.

²⁰² Artigo 5º da Instrução CVM 249.

²⁰³ “Estas entidades são conhecidas como CSD (*Central Securities Depository*, Central de Depósito de Títulos) e CCP (*Central Counterparty*, Contraparte Central). São elas, por exemplo, que garantem e efetuam a liquidação das operações realizadas nas Bolsas de Valores. Em 1996, o País tinha duas CSD/CCP para os mercados a vista, a termo e de opções de ações: a CLC, que era a responsável pelas operações realizadas na BVRJ, e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), responsável pelas operações da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). No início de 2000, a CBLC comprou a CLC e passou a ser a única prestadora do serviço no Brasil.” (FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.39). Em 2008, a CBLC foi sucedida pela BM&FBOVESPA em decorrência do processo de desmutualização e de integração das atividades desenvolvidas pela BM&F e Bovespa Holding na Nova Bolsa S.A. – posteriormente denominada BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Outra alteração importante diz respeito ao fato de que, na Instrução CVM 249, a garantia mínima a ser dada pelo tomador do empréstimo de ações é equivalente a 100% do valor das ações objeto do empréstimo acrescido de percentual adicional destinado a compensar a variação desse valor em dois pregões consecutivos, a favor da entidade prestadora de serviços de liquidação, registro e custódia de ações – e não a 140% como na Instrução CVM 51. É facultado às entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações e aos intermediários exigir do tomador do empréstimo a entrega de garantias adicionais. A Instrução CVM 249 passou a prever, ainda, que as entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações e os intermediários teriam o direito de proceder à venda, independentemente de formalidade judicial ou extrajudicial, de títulos e valores mobiliários ou outros ativos que constituam a garantia da operação de empréstimo, quando o tomador deixar de atender qualquer obrigação decorrente dessa operação no prazo regulamentar estabelecido.

As ações emprestadas deixaram de ser tratadas como ativos necessariamente tomados para venda e, ainda, a Instrução CVM 249 estabeleceu um rol de pessoas autorizadas a realizar empréstimos de ações, quais sejam, carteiras mantidas no país por investidores estrangeiros, fundos mútuos de investimento em ações e fundos mútuos de investimento em ações – carteira livre, bem como clubes de investimento.²⁰⁴

A Instrução CVM 249 foi revogada pela Instrução CVM nº441, de 10 de novembro de 2006, posteriormente alterada em 2008. As principais diferenças, a nosso ver, entre as duas instruções são as seguintes: (I) a Instrução CVM 441 estabeleceu que nas operações de empréstimo de valores mobiliários é obrigatória a intermediação por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, podendo as sociedades corretoras e distribuidoras habilitadas perante a entidade prestadora do serviço de empréstimo intermediar a operação; (II) a criação de um procedimento, com prazos determinados, para obter autorização para prestação do serviço de empréstimo de ações, bem como para cancelar essa autorização; (III) em relação à constituição de garantias para assegurar a liquidação do empréstimo no futuro, não há mais menção na Instrução CVM 441 de um percentual

²⁰⁴ Artigo 7º Ficam autorizados a efetuar as operações de empréstimo de que trata esta Instrução: a) as carteiras mantidas no País por Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro, Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro e por Investidores Institucionais estrangeiros, constituídas e administradas de acordo com o disposto nos Regulamentos Anexos I, II, III e IV à Resolução nº1.289, de 20 de março de 1987; b) os Fundos Mútuos de Investimento em Ações e Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre, disciplinados pela Instrução CVM nº215, de 8 de junho de 1994; e c) os Clubes de Investimento, regulados pela Instrução CVM nº40, de 7 de novembro de 1984. Parágrafo único. Os Fundos Mútuos de Investimento em Ações e os Clubes de Investimento somente poderão tomar ações em empréstimos para suprir eventuais falhas de liquidação nos negócios bursáteis.

específico do valor das ações emprestadas que deveria ser coberto pela garantia, mas apenas a linguagem genérica de que, ao solicitar autorização à CVM para prestação desse serviço, a entidade deverá apresentar determinados documentos, dentre eles

a obrigatoriedade de o tomador oferecer caução à câmara ou ao prestador de serviços de compensação e liquidação, em valor suficiente para assegurar a liquidação de suas operações, em conformidade ao disposto no artigo 4º da Lei nº10.214, de 27 de março de 2001, e em regulamentação complementar;

e (IV) o descumprimento do disposto nos artigos 6º, I (constatação de falsidade de quaisquer das informações ou dos documentos apresentados para obter a autorização), 9º (obrigação de manter o registro de controle das operações) e 10º (responsabilidade das entidades perante os doadores, ressalvadas as disposições do contrato de empréstimo) configura infração de natureza grave.

A Instrução CVM 441 manteve a adoção do sistema centralizado, conforme explicitado, por meio da responsabilização das entidades prestadoras do serviço de empréstimo de ações em relação à liquidação e ao registro destas operações. No entanto, vale destacar que, num contexto global, essa não é a prática mais usual. Como já mencionado, nos Estados Unidos da América, o sistema adotado é o descentralizado.

O empréstimo de ações abrangido pela Instrução CVM 441 é também regulamentado pelo que dispõem o Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações) e os Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações). Detalhes das condições estabelecidas nestes regulamentos – ou seja, do empréstimo de ações registrado no BTC – serão tratados no próximo capítulo.

No âmbito do CMN, a regulamentação mais recente e que está em linha com a Instrução CVM 441, é a Resolução CMN nº3.539, de 28 de fevereiro de 2008. Tal resolução redefiniu as regras sobre o empréstimo de valores mobiliários por câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. O documento não entra em detalhes sobre o mecanismo do empréstimo de ações – muito diferente do que ocorria na primeira resolução de 1986 – e deixa expresso que as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem submeter à prévia aprovação da CVM o regulamento do serviço de

empréstimo de valores mobiliários. Além disso, a CVM adotará as medidas regulamentares necessárias à operacionalização do serviço de empréstimo de que trata a resolução.

4.3.3 O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de divulgação de participação acionária em companhias abertas

Embora não estejam diretamente relacionadas à regulamentação de empréstimo de ações, mas sim às normas de *disclosure* e de condições de negociação que devem ser seguidas pelas companhias abertas e pessoas vinculadas, entendemos que vale abordar nesta análise histórica e regulamentar o disposto na Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002 e na Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009²⁰⁵, as previsões normativas que afetam, de alguma forma, o tema que estudamos, bem como as implicações decorrentes de sua aplicação.

A Instrução CVM 358 (I) dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas; (II) disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta; e (III) estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Primeiramente, para o nosso estudo, nos importa verificar o que se estabelece nessa norma acerca da divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários e a aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta.

Nos termos da Instrução CVM 358,

os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.²⁰⁶

Dessa forma, todas as pessoas previamente mencionadas devem comunicar ao Diretor de Relações com Investidores da companhia aberta as principais informações relativas aos valores mobiliários por elas detidos ou adquiridos, de acordo com as informações requeridas no artigo 11 da Instrução CVM 358, no prazo de cinco dias após a realização do negócio, no primeiro dia útil após a investidura no cargo, ou quando da apresentação da documentação

²⁰⁵ Iremos nos pautar, também, no disposto no Ofício-Circular CVM/SEP 02/15, de 26 de fevereiro de 2015, que dá orientações gerais sobre os procedimentos que devem ser observados pelos emissores de valores mobiliários. Os ofícios-circulares são, de modo geral, orientações da CVM aos regulados (participantes do mercado) sobre determinados normativos a serem cumpridos pelos mesmos e são emitidos pelas áreas técnicas da CVM.

²⁰⁶ Artigo 11 da Instrução CVM 358.

para o registro da companhia como aberta, conforme aplicável. As informações são enviadas à CVM através de dois formulários padronizados. Um deles evidencia a participação detida por cada pessoa e o outro aponta, em um formato consolidado por órgão, a participação total detida. O único documento disponível para a consulta pelos investidores é o formulário consolidado.²⁰⁷

Além da obrigação de informar a participação detida pelas pessoas mencionadas – que de alguma forma se relacionam com a administração ou fiscalização da companhia aberta –, há também a previsão na norma de que

os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia [...]²⁰⁸

determinadas informações requeridas pelo artigo 12 da Instrução CVM 358, tais como o objetivo da participação, a quantidade visada e o número de ações já detidas. Para fins desse dispositivo,

considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta²⁰⁹. (grifos nossos).

As informações requeridas pela norma são divulgadas pela companhia aberta, na pessoa do Diretor de Relações com Investidores, por meio de um documento intitulado “comunicado ao mercado”, em que se relata o movimento acionário ocorrido.

O objetivo das obrigações de divulgação dos artigos 11 e 12 da Instrução CVM 358, conforme destacadas acima, é de evidenciar ao público em geral a posição detida e as negociações realizadas por pessoas envolvidas na administração ou fiscalização da companhia aberta, bem como pelos acionistas controladores e pessoas que realizarem o que a regulamentação chama de negociação relevante.

Em relação à divulgação de informações sobre os acionistas controladores e aqueles detentores de mais de 5% de uma espécie ou classe de ações (participação relevante), vale

²⁰⁷ Essa obrigação se estende aos acionistas controladores caso a companhia aberta se submeta às normas de listagem dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Ainda, com a alteração introduzida pela Instrução CVM 568, de 17 de setembro de 2015, a própria companhia, suas coligadas e controladas deverão divulgar suas posições individuais.

²⁰⁸ Artigo 12 da Instrução CVM 358.

²⁰⁹ Artigo 12, §1º, da Instrução CVM 358.

mencionar também que, nos termos da Instrução CVM 480, é necessário incluí-los em um item específico – item 15.1/2 – do Formulário de Referência – um dos principais documentos contendo informações sobre as companhias abertas que deve ser disponibilizado ao público –, informando a sua denominação, CNP/CNPJ, nacionalidade, quantidade de ações detidas divididas por espécie e classe, se participa de acordo de acionistas, dentre outros. Em relação aos acionistas controladores e aos titulares de participação relevante, nesta última hipótese se a companhia aberta tiver suas ações listadas em algum segmento especial de governança corporativa da BM&FBOVESPA, será necessário divulgar as referidas informações em relação aos controladores destes acionistas até que se atinja o nível de pessoa física. É claro que as informações divulgadas pela companhia aberta por meio de comunicado ao mercado em relação à participação relevante de determinado acionista, nos termos da Instrução CVM 358, devem estar alinhadas com a informação divulgada, portanto, no Formulário de Referência.

Além disso, o Formulário de Referência requer, em seu item 13.5²¹⁰, que sejam divulgadas as participações detidas por membros do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal na data de encerramento do último exercício social, de forma consolidada, por órgão da Companhia.

Ante o exposto e considerando que por meio do empréstimo de ações há uma transferência – ainda que temporária – da participação acionária emprestada, cabe às pessoas vinculadas à administração ou fiscalização da companhia, nos termos do artigo 11, bem como àqueles que realizem uma negociação relevante, conforme o artigo 12, informarem ao Diretor de Relações com Investidores acerca dessa movimentação acionária para que este possa divulgar esses dados de acordo com o que as Instruções CVM 358 e 480 determinam. Não é importante, a nosso ver, se o empréstimo terá uma curta duração: o simples fato de ter sido celebrado pelas pessoas estabelecidas no artigo 11 ou de ocasionar uma movimentação acionária de acordo com os critérios previstos no artigo 12, enseja a sua divulgação em conformidade com a Instrução CVM 358 e a Instrução CVM 480.

A Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM manifestou esse mesmo entendimento em relação à divulgação de participação relevante (artigo 12 da Instrução CVM 358) adquirida ou alienada por meio da celebração de empréstimo de ações

²¹⁰ A partir de 1º de janeiro de 2016, essa informação será requerida no item 13.9.

em seu Ofício-Circular CVM/SEP 02/15, de 26 de fevereiro de 2015²¹¹. De acordo com o ofício-circular, caso uma pessoa aumente ou diminua sua participação acionária em determinada companhia aberta em 5% de uma espécie ou classe de ação via empréstimo de ações, o gatilho previsto na regulamentação é acionado e ela deve proceder à divulgação das informações requeridas pela norma. Dessa forma, notamos que, mesmo sendo algo temporário, o empréstimo de ações não deve ser interpretado como uma exceção à regra que trata da divulgação de participação acionária e sua movimentação. Mas, o empréstimo de ações deve inequivocamente se submeter à regra, uma vez que por meio dele há a transferência do valor mobiliário ao tomador que adquire, portanto, a condição temporária de acionista. Nesse sentido, o empréstimo de ações realizado pelas pessoas mencionadas no artigo 11 da Instrução CVM 358 e aquele que envolve a movimentação de uma participação relevante, ainda que tais operações sejam realizadas por meio de um empréstimo privado, devem ser comunicadas à CVM e atingir o conhecimento público.

A obrigatoriedade de realizar as divulgações mencionadas é extremamente benéfica ao mercado, pois permite a compreensão do alinhamento dos interesses daquelas pessoas – especialmente as que compõem a administração – com a companhia, bem como a verificação de possíveis manipulações do mercado. Nesse sentido, ainda que as transações sejam realizadas por meio de manobras jurídicas, tais como o empréstimo de ações, por trazerem um impacto direto no dia a dia da companhia e para que seja possível a análise de eventuais manipulações, as negociações e posições detidas pelas pessoas mencionadas devem ser divulgadas.

4.3.4 O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de negociação com valores mobiliários de emissão de companhias abertas (*insider trading*)

Além da questão relativa à divulgação da posição acionária, a Instrução CVM 358 também traz outra implicação para o empréstimo de ações. A norma estabelece restrições para a negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas que estão em linha com o artigo 155, §§1^{o212} e 4^{o213} da Lei das S.A., ou seja, com a proibição de *insider trading*.

²¹¹ O Ofício-Circular sobre esse tema costuma ser divulgado pela Superintendência de Relações com Empresa – SEP anualmente. Assim, vale destacar que a linguagem utilizada na Instrução CVM 358 em relação à negociação relevante ainda não foi refletida no último Ofício-Circular disponível para consulta. No entanto, na prática, o conceito não foi alterado e a explicação fornecida pelo Ofício-Circular disponível permanece aplicável.

²¹² §1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

A Instrução da CVM 358 estabelece como hipóteses de vedação à negociação de valores mobiliários: (I) a negociação antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante; (II) a mesma vedação do item (I) aplica-se (a) a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados; e (b) aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento; (III) a mesma vedação do item (I) prevalecerá (a) se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e (b) em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim; e (IV) pelas pessoas mencionadas no item (I) acima no período de 15 dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §2º do artigo 15-A que trata de planos de investimento.²¹⁴

Interessante, no entanto, as considerações feitas por Marcelo Fernandez Trindade no Inquérito Administrativo nº13/2000, julgado pela CVM em 17 de abril de 2002, sobre a concepção de *insider trading* que a regulamentação da CVM costuma empregar:

Essa maneira de lidar com o tema nas normas regulamentares induz a impressão, aos destinatários da norma, de que se trata de vedação absoluta à negociação. Além

²¹³ §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

²¹⁴ Artigo 13 da Instrução CVM 358.

disso, a enunciação, por tais regras, de exceções expressas às vedações aumenta a percepção de que, fora daqueles casos admitidos, qualquer negociação realizada enquanto o agente detenha informação relevante ainda não divulgada seria considerada como violadora do comando legal de proibição de *insider trading*.²¹⁵

Para o ex-diretor da CVM, a Lei das S.A., notadamente em seu artigo 155, “exige, para a ocorrência de *insider trading*, a presença de outros elementos, e entre eles, necessariamente, a ‘utilização’ daquela informação ‘no mercado de valores mobiliários’ com a ‘finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem’”.²¹⁶

Eis que o artigo 13 da Instrução CVM 358 elenca em seu *caput* e nos §§1º a 4º diversas hipóteses de vedação à negociação. Mais adiante, em seu §7º, há a previsão de que as vedações previstas no *caput* e nos §§1º a 3º – itens (I) a (III) elencados acima – não são aplicáveis se realizadas de acordo com a política de negociação da companhia aberta. O que nos parece, em uma leitura inicial da exceção estabelecida pela norma, é que o disposto no §4º – que determina a vedação de negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* durante o período de 15 dias que anteceder a divulgação das informações financeiras periódicas da companhia aberta – constitui uma hipótese de vedação à negociação inafastável e absoluta. Em verdade, o que ocorre é a presunção, pela CVM de que a negociação realizada neste período foi feita com a utilização de informações privilegiadas e no intuito de auferir vantagem econômica, em decorrência da dificuldade de se provar a intenção do agente de obter a vantagem.

Entretanto, conforme aponta Marcelo Fernandez Trindade, a presunção é relativa (*iuris tantum*), admitindo-se, portanto, prova em contrário. Desta forma, haverá a inversão do ônus da prova: o agente deve apresentar prova em contrário ao que a regulamentação dispõe.²¹⁷

Após essa breve introdução acerca das vedações à negociação previstas na regulamentação, importa analisar o impacto dessas vedações à realização de empréstimo de ações. Como se sabe, o empréstimo de ações constitui uma negociação com valores mobiliários. Desta forma, aplicam-se as normas de vedação de negociação estabelecidas pela

²¹⁵ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e *Insider Trading*. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.526.

²¹⁶ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e *Insider Trading*. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.526.

²¹⁷ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e *Insider Trading*. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.527.

Lei das S.A. e pela Instrução CVM 358 ao empréstimo de ações realizado com ações de emissão de companhias abertas.

No entanto, por não se tratar de uma alienação de ações, mas sim de um mútuo com transferência temporária, algumas peculiaridades nas figuras do mutuante e mutuário devem ser analisadas.

Acompanhando o raciocínio mais uma vez do ex-diretor da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, entendemos que, *a priori*, os mutuantes não realizam o empréstimo de ações com o objetivo de obter alguma vantagem com base na informação privilegiada que possuíam, ou seja, não configuram a realização de uma *insider trading*. Isso porque, as ações voltarão a compor o patrimônio do mutuante em determinado período e, portanto, a perda ou ganho que ele teria com as ações emprestadas o impactarão quando da devolução dos valores mobiliários. Essa é uma das consequências a que os mutuantes se expõem com o empréstimo de ações, qual seja, a exposição econômica ao ativo.²¹⁸ Exceção a esse entendimento ocorreria no caso de o doador ter acesso a uma informação que pode levar à depreciação do valor do ativo no futuro e, por essa razão, decida emprestar as ações previamente a esse acontecimento com o objetivo de ter um rendimento superior ao que teria durante o período adiante. Além disso, em um contexto de uma operação mais ampla, e não apenas a realização do empréstimo de ações de forma isolada, é necessário analisar a operação como um todo para verificar a prática de *insider trading*.²¹⁹

Por outro lado, caso os administradores, pessoas relacionadas à administração e fiscalização, controladores e acionistas relevantes atuem como mutuários no empréstimo de ações, não é possível afirmar, de antemão, que não tenham agido em razão de informações privilegiadas²²⁰. Nessa hipótese, a presunção regulatória de que houve uma *insider trading* é perfeitamente aplicável, uma vez que estas pessoas, ao saberem de um acontecimento que possibilitaria uma baixa nos papéis, poderiam emprestar ações no mercado para revenda a um

²¹⁸ “O prestador de ações não as aliena como se as tivesse vendido. Ele não recebe, em troca pelas ações que entrega à outra parte, o valor daquelas (o ‘principal’, como se diz), mas sim o pagamento de uma taxa de juros. Tanto assim que, do ponto de vista econômico se costuma dizer que ele mantém a ‘exposição à companhia’, Da mesma maneira não me parece correto pressupor que o prestador atua como se especulador fosse. Seja porque, como referi, ele mantém aquela verdadeira exposição econômica, seja porque, ao emprestar suas ações, ele não está operando em mercado tendo em vista oscilações de preço – ele não auferir ganho daquelas oscilações e a sua conduta não é nem capaz de produzi-las de forma direta. O prestador realiza uma operação de renda fixa, na verdade.” (Conforme Otavio Yazbek, em voto proferido no âmbito do Processo Administrativo CVM nºSP 2011/0304. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>. Acesso em: 22 ago.2015).

²¹⁹ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e Insider Trading. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.530.

²²⁰ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e Insider Trading. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.532.

preço estável e posterior recompra a um preço inferior para devolução ao mutuante. Assim, o mutuário que figura como *insider* deveria comprovar a sua falta de intenção em obter uma vantagem com a ciência de informações privilegiadas, ocorrendo, portanto, a inversão do ônus da prova.

Concluimos que as vedações à negociação impostas aos *insiders* também se aplicam às transações de empréstimo de ações. Não haveria razão para ser diferente, uma vez que com essa operação há uma transferência temporária do ativo. No entanto, existem ressalvas. Enquanto a regra geral acerca das vedações impõe uma presunção relativa de que o agente utilizou informações privilegiadas para auferir uma vantagem, entendemos que, na hipótese de o *insider* se encontrar na posição de mutuante, não é possível aplicar esse mesmo entendimento. Se estiver atuando como mutuário, a presunção relativa se faz necessária em razão de potencialmente existir uma manipulação do mercado.

4.3.5 O empréstimo de ações vis-à-vis as normas de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações

Além das regras sobre divulgação de posição acionária e negociação de valores mobiliários aplicáveis à operação de empréstimo de ações, outra norma, que diz respeito à restrição de vendas a descoberto com o intuito de preservar a formação de preço em ofertas públicas de distribuição de ações, vale também ser abordada.

Em 2012, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM nº04/12, por meio do qual submeteu ao público uma minuta de instrução propondo uma regra de proteção ao processo de formação de preço nas ofertas públicas de ações. Após o período de análise concedido ao público e a consequente manifestação de três participantes, dentre eles a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA e a BM&FBOVESPA, a CVM analisou e acatou alguns dos comentários feitos pelos participantes à minuta e editou a versão final do que atualmente é a Instrução CVM 530, de 22 de novembro de 2012.

A Instrução CVM 530 passou, portanto, a prever que “fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5

(cinco) pregões que a antecedem”²²¹. Ainda, é expresso na Instrução que a venda de ações tomadas em empréstimo é considerada uma venda a descoberto para aqueles fins²²².

Nesse sentido, a partir da edição da Instrução CVM 530, o investidor que realiza empréstimo de ações no período de cinco dias que antecedem a precificação da ação fica impedido de adquirir ações no âmbito da oferta pública. A inclusão desta restrição na regulamentação do mercado de capitais brasileiro não foi de forma alguma em vão; ao contrário, foi justificada no Edital de Audiência Pública. Um dos argumentos levantados pela CVM diz respeito à experiência norte-americana e à metodologia lá empregada para fazer frente às possíveis manipulações na formação do preço:

A Securities and Exchange Commission (SEC) dos EUA adota, desde 1997, um conjunto de regras denominado Regulation M – regras contra manipulação de mercado no âmbito de ofertas de valores mobiliários – que visam a proteção do mecanismo de precificação. Em particular, a regra nº105 deste conjunto – Short Selling in Connection with a Public Offering – determina que é ilegal a reversão de posições vendidas a descoberto abertas nos cinco dias anteriores ao período de definição do preço da oferta, ou nos dias entre o anúncio da oferta e o da definição, dos dois o menor, com valores mobiliários adquiridos na oferta. A SEC entende que a cobertura destas posições com valores mobiliários ofertados pode ser manipulativa e deletéria para o funcionamento do mercado, levando a significativos impactos nos valores angariados por emissores e demais ofertantes.

[...]

No contexto de ofertas públicas subsequentes às ofertas públicas iniciais, conhecidas como follow ons ou repeat offers, o preço da oferta geralmente apresenta um desconto em relação ao preço de fechamento no mercado no dia imediatamente anterior (dependendo da bolsa, este pode ser o preço da última transação ou da oferta de venda no fechamento). Este desconto é a motivação para que pessoas, que tenham elevada expectativa de receber os ativos ofertados, realizem vendas a descoberto de maneira agressiva no período que imediatamente antecede a formação do preço. A cobertura destas posições com os ativos recebidos na alocação, a um preço menor e fixo, permite que estes vendedores não fiquem expostos ao risco de mercado.

[...]

As vendas a descoberto, nesta situação, não são realizadas em função de uma opinião econômica do especulador sobre uma possível distorção no preço do ativo, que estaria caro (o que aumentaria a eficiência da precificação), mas sim da intenção da baixa artificial do preço da oferta – o vendedor a descoberto pode inclusive ter uma opinião sobre o preço do ativo que é contrária à sua atuação no mercado. (grifos nossos).

A descrição acima se enquadra perfeitamente ao que se verificou na prática do mercado brasileiro. A Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM elaborou um estudo para verificar se aqui também haveria um aumento de vendas a descoberto em momento imediatamente anterior ao da precificação da ação em uma oferta, bem como o impacto dessas vendas no preço final, e o período crítico em que os participantes do mercado utilizavam esta

²²¹ Artigo 1º da Instrução CVM 530.

²²² Artigo 1º [...] §1º Para os efeitos desta instrução, são consideradas vendas a descoberto aquelas realizadas por investidores que não sejam titulares das ações, ou cuja titularidade resulte de empréstimo ou outro contrato de efeito equivalente.

prática. Para tanto, foram analisadas as ofertas subsequentes realizadas entre janeiro de 2007 e julho de 2011 e o comportamento das respectivas ações em períodos anteriores à precificação. Verificou-se que 74% das ações apresentaram aumento nas posições a descoberto, sendo que 59% exibiram um comportamento progressivo, ou seja, um aumento das posições a descoberto conforme a oferta se aproximava²²³. Ainda,

a análise da regressão indicou que o aumento das posições tomadas em empréstimo no BTC, usadas como *proxy* para o aumento da intensidade do *short selling*, afetou negativamente os preços das ações analisadas. Isso ocorreu mais fortemente quando praticado no intervalo de 5 dias da data de fixação do preço da oferta, inclusive.²²⁴

Tendo em vista esses argumentos, e o fato de que é extremamente salutar para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro a aplicação de normas similares ao do mercado norte-americano para não desestimular a realização de ofertas no país, tornou-se necessário impor uma restrição à realização de vendas a descoberto no período de cinco dias anteriores à precificação da ação em oferta.

Importante destacar que a norma introduziu, ainda, duas exceções a essa vedação, quais sejam: (I) operações realizadas por pessoas jurídicas no exercício da atividade de formador de mercado da ação objeto da oferta, conforme definida na norma específica; e (II) operações posteriormente cobertas por aquisição em mercado da quantidade total de ações correspondente à posição a descoberto até, no máximo, dois pregões antes da data de fixação do preço da oferta²²⁵.

Embora não tenha um impacto direto na contratação de empréstimo de ações, mas sim na contratação de uma operação de venda das ações emprestadas em um momento subsequente, cremos ser relevante a abordagem deste tópico, especialmente em razão de grande parte dos empréstimos de ações serem realizados com o objetivo de alienar a posição emprestada.

²²³ Conforme Edital de Audiência Pública SDM nº04/12. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 31 out.2015.

²²⁴ Conforme Edital de Audiência Pública SDM nº04/12. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 31 out.2015.

²²⁵ Conforme artigo 1º, §4º, da Instrução CVM 530.

5 A OPERACIONALIZAÇÃO DO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

5.1 Estrutura usual da operação

A operação de empréstimo de ações é realizada por meio da celebração de um contrato entre as figuras do doador e do tomador – e, a depender da estrutura, conta também com outras partes, tais como corretoras e a Central Depositária de Ativos –, no qual os principais termos e condições da operação serão determinados. Referido contrato é costumeiramente intitulado contrato de empréstimo de ações, embora a operação em si seja muitas vezes chamada de aluguel de ações, e, como visto, tem a natureza jurídica de mútuo regulado pelo artigo 586 e seguintes do Código Civil.

Assim, tratando-se de uma relação contratual, importante nos debruçarmos primeiramente sobre as características inerentes ao contrato de empréstimo de ações por meio das classificações empregadas pela doutrina civilista. Permitimo-nos, porém, a ressalva de que, assim como Caio Mário da Silva Pereira²²⁶, nos atentaremos às classificações que são, a nosso ver, mais significativas para o estudo deste contrato específico, conforme abaixo:

- (I) unilateral: o contrato de empréstimo é unilateral²²⁷ pois somente o tomador contrai obrigações; o doador, por sua vez, somente tem a obrigação de entregar a coisa que constitui, por si, o mútuo²²⁸. Conforme estabelecido no artigo 476 do Código Civil, “nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes poderá, antes de cumprir sua obrigação, exigir o implemento da do outro”. Isso implica em dizer que as obrigações nos contratos bilaterais devem ser adimplidas simultaneamente, como é o caso da compra e venda. A esse respeito, Maria Helena Diniz ensina que “[os contratos bilaterais têm] por característica principal o sinalagma, ou seja, a dependência recíproca de obrigações”²²⁹. No empréstimo de ações, a partir do momento em que o doador empresta os referidos ativos ao tomador, cria-se a obrigação de o tomador restituir os bens

²²⁶ “Todos os escritores que cuidam dos contratos registram e desenvolvem, ora mais ora menos detidamente, a matéria de sua classificação. Fazemo-lo, também, com o esclarecimento de que não damos ênfase às categorias de menor significação, ou àquelas que se limitam a constituir aplicações, no terreno contratual, das classificações as obrigações [...]” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.53).

²²⁷ “Quanto ao seu caráter unilateral não se levanta qualquer dúvida, mesmo o mútuo feneratício, porque a obrigação de pagar juros incumbe igualmente ao mutuário.” (GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p.355).

²²⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.327).

²²⁹ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.76.

emprestados e, a depender do contrato, de pagar uma remuneração ao doador. Por essa razão, classificamos esse contrato como unilateral;

- (II) oneroso ou gratuito: presume-se a gratuidade do mútuo na falta de estipulação de juros; a presunção é invertida caso o mútuo seja realizado a fins econômicos²³⁰. Embora seja de praxe a instituição de taxa de remuneração destinada ao doador em razão do empréstimo das ações, é possível a existência de contratos gratuitos. Como veremos mais adiante, no caso de empréstimo privado realizado no âmbito de oferta pública de ações, faz todo sentido que o tomador não remunere o doador em razão do empréstimo, pois o tomador prestará um serviço – de estabilização do preço da ação – no contexto da oferta. Dessa forma, é possível a existência de contratos de empréstimo onerosos ou gratuitos;
- (III) real: o empréstimo de ações somente se ultima com a tradição efetiva (transferência) do bem pelo doador, o que implica em dizer que a simples manifestação volitiva das partes não possibilita o estabelecimento do vínculo contratual^{231 232}. Como aponta Caio Mário da Silva Pereira, “sem a *traditio* há apenas promessa de mutuar (*pactum de mutuo dando*, contrato preliminar), que se não confunde com o próprio mútuo”²³³;
- (IV) translaticio do domínio: há a transferência da propriedade do bem emprestado, ou seja, das ações. Como aponta Caio Mário da Silva Pereira, “a doutrina entende, contudo, que o mútuo não é contrato de alienação, como a doação ou

²³⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.327.

²³¹ DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.91.

²³² Conforme aponta Maria Helena Diniz, certos autores não concordam com essa classificação de contrato real, uma vez que, para eles, a entrega da coisa seria apenas um pressuposto da exigibilidade da obrigação de restituir. (DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**. v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009, p.92). A esse respeito, Miguel Maria de Serpa Lopes explica: “Enquanto certos autores sustentam a categoria dos contratos reais, outros defendem ponto de vista contrário, por entenderem nada mais representar de útil. Não há motivo, referem COLIN ET CAPITANT, para se exigir a entrega do objeto do empréstimo ao devedor como requisito do empréstimo, assim como, na locação, o contrato se forma antes da entrega da coisa locada ao locatário. Quando se promete o empréstimo de uma coisa, o contrato se encontra perfeito antes mesmo de sua entrega. Para CAPITANT, não há senão uma só espécie de contrato real – o depósito, enquanto, para DEMOGUE essa única espécie seria a doação manual DE PAGE, tomando posição no caso, coloca o problema dentro do direito positivo, em razão do que, ante os termos do Código Civil belga, considera impossível desconhecer a classe dos contratos reais. Acentua, porém, que, sob um aspecto científico, são contratos unilaterais e não sinalagmáticos, cuja formação depende da presença da *res*. Assim, no empréstimo, no penhor e no depósito, sendo contratos unilaterais, a sua formação se completa pela presença da *res*”. (LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. v.III. Fontes das obrigações: contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996, p.53).

²³³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.327.

a compra e venda, porque o efeito translativo não é o seu fim principal, mas o meio de sua efetivação²³⁴;

- (V) nominado: o contrato de empréstimo de ações foi classificado como nominado pois, de acordo com o que já analisamos, possui natureza jurídica de mútuo, nos termos do artigo 586 do Código Civil, sendo, portanto, regido pelo nosso ordenamento jurídico, embora tenha nomenclatura dúbia – ora chamado de empréstimo de ações, ora de aluguel;
- (VI) temporário: é da essência do mútuo a temporariedade, uma vez que se não houvesse essa característica poder-se-ia ser confundido com doação ou compra e venda;
- (VII) de execução continuada: tendo em vista que o contrato de empréstimo de ações não se esgota em um único momento, mas sim se perpetra no tempo por meio da realização de atos reiterados, é que se deve classificá-lo como um contrato de execução continuada. Num primeiro instante, o doador transfere as ações de sua titularidade ao tomador e, se o contrato for oneroso, o tomador se compromete a pagar uma taxa de remuneração no decorrer do período de vigência do contrato, além de ter de devolver as ações emprestadas no término do contrato;
- (VIII) impessoal ou *intuitu personae*: as pessoas do doador e do tomador não são, em regra, elementos determinantes para a celebração do contrato de empréstimo de ações, mas em certos casos, como na celebração do contrato no contexto de oferta pública, a pessoa do tomador, por exemplo, pode ser essencial, uma vez que ele desempenhará o papel de agente estabilizador da oferta, importando, portanto, sua competência, habilidade e até mesmo a remuneração que será cobrada na prestação do serviço de estabilização. Portanto, a nosso ver, o contrato de empréstimo de ações é, usualmente, impessoal, exceto em casos específicos; e
- (IX) principal ou acessório: como aponta Miguel Maria de Serpa Lopes, “contratos principais são os aparelhados de existência autônoma, independente de qualquer outro contrato, ao passo que os acessórios têm a sua vida dependente

²³⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.III – Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p.327.

dos primeiros”²³⁵. A operação de empréstimo de ações pode ser realizada como um fim em si mesma, cujo contrato independe da existência de outro, sendo classificado como contrato principal. Pode, ainda, integrar um objetivo maior e que extrapola a pura e simples realização do empréstimo em si, como ocorre na oferta pública de ações em que se pressupõe a existência de uma rede contratual que dará legitimidade à existência jurídica deste contrato ou então na hipótese de ser utilizado como uma “garantia” vinculada ao cumprimento da obrigação principal. Nestes últimos casos, o empréstimo de ações só tem razão de existir se utilizado para viabilizar a estabilização do preço das ações após o lançamento da oferta ou para vincular a devolução das ações emprestadas a uma outra obrigação, devendo, portanto, ser considerado acessório.

Classificações podem ser consideradas, por alguns, inócuas ou obsoletas, algo que não possui verdadeiramente uma razão de ser ou existir. No entanto, do ponto de vista da análise jurídica, elas são um elemento relevante para o conhecimento das condições supervenientes e consequências práticas entre os diferentes tipos de contrato. Nesse mesmo sentido, aponta Orlando Gomes:

Os contratos agrupam-se em diversas categorias, suscetíveis, isoladamente, de subordinação a regras idênticas ou afins. Dão a utilidade de sua classificação. Interessa distingui-las, pois o conhecimento das suas particularidades é de considerável interesse prático. Há quem lhes atribua valor puramente teórico e considere que sua utilidade é a de uma nomenclatura destinada a tornar mais simples a linguagem do legislador, mas esse juízo não procede em face da importância das qualificações em Direito.²³⁶ (grifo nosso).

Desta forma, utilizamos as classificações acima no intuito de compreendermos o comportamento fático da operação analisada, o que será abordado a seguir.

5.1.1 Como funciona o empréstimo de ações registrado?

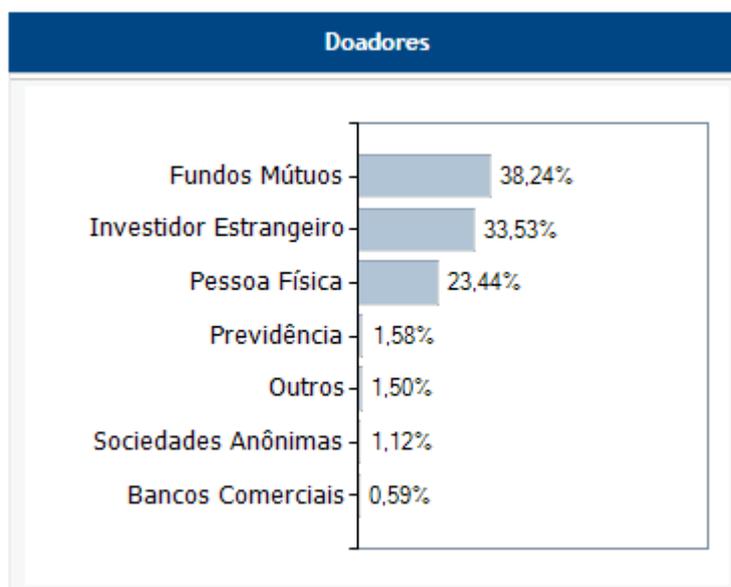
Digamos que somos detentores de ações de emissão de uma companhia aberta brasileira, cujas ações estão admitidas à negociação na BM&FBOVESPA, e que decidimos ter algum rendimento fixo em decorrência dessa posição acionária. Ou então, que desejamos,

²³⁵ LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. v.III. Fontes das obrigações: contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996, p.59.

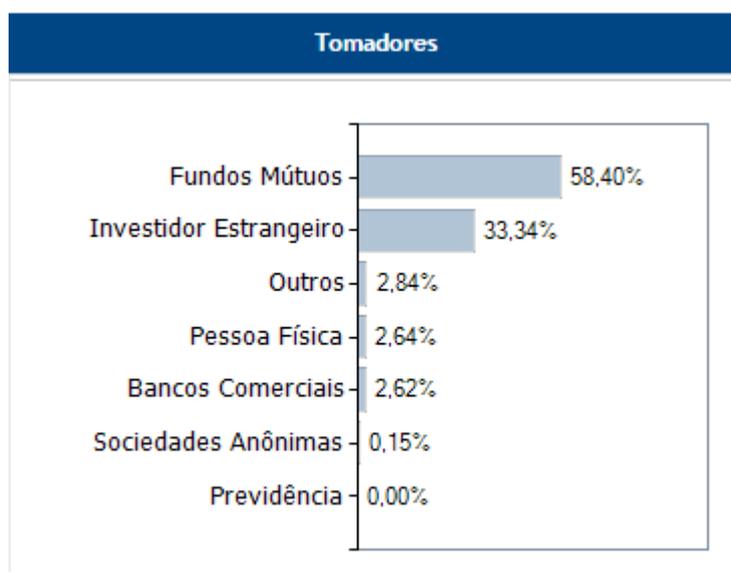
²³⁶ GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p.75.

por algum motivo estratégico, tomar emprestadas essas ações no mercado. O que deveríamos fazer?

Vamos nos debruçar logo adiante sobre o passo a passo dessa operação. No entanto, de antemão, é interessante apontar que grande parcela dos contratantes de empréstimo de ações no Brasil em ambas as pontas são os fundos mútuos e que os investidores pessoas físicas possuem uma representatividade considerável na ponta doadora, conforme podemos notar nos quadros abaixo:



Fonte: BM&FBOVESPA, informações anuais – 2014. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 12 nov.2015.



Fonte: BM&FBOVESPA, informações anuais – 2014. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 12 nov.2015.

Assim, antes de qualquer outra movimentação, se o acionista doador tiver suas ações depositadas junto ao escriturador da companhia aberta, deve, primeiramente, transferi-las para a custódia da Central Depositária de Ativos da BM&FBOVESPA, pois somente ações ali depositadas, livres e sem gravames que impeçam sua circulação podem ser objeto de empréstimo de ações registrado.

Após verificar e regularizar essa questão preliminar, os passos iniciais para se realizar um empréstimo de ações registrado são aqui explicados pela própria BM&FBOVESPA:

O primeiro passo para quem deseja emprestar seus ativos é procurar a sua corretora ou agente de custódia. São eles que disponibilizam os ativos, sejam próprios ou de clientes que tenham expressamente autorizado o empréstimo através do Termo de Adesão da BM&FBOVESPA.

Já os tomadores do empréstimo atuam por meio de corretoras, sob a responsabilidade de um agente de compensação (corretoras, bancos comerciais ou múltiplos, bancos de investimento, distribuidoras e outras instituições a critério da BM&FBOVESPA).²³⁷

As corretoras são responsáveis por buscar interessados em emprestar ou tomar emprestadas as ações no mercado. De acordo com João Batista Fraga e William Eid Júnior:

As três fontes mais comuns para as ações são outros clientes da própria corretora, o serviço eletrônico de empréstimo de ativos financeiros operado pela BM&FBOVESPA, denominado BTC, veiculado pela rede de computadores da Bolsa que serve aos vários participantes do mercado, incluindo corretoras de valores e bancos custodiantes, ou o contato com outras corretoras a partir de mesas de operações dedicadas ao produto.²³⁸

A contratação dos serviços de um intermediário é necessária, pois são eles que transmitem as ordens para emprestar e/ou tomar emprestadas as ações à BM&FBOVESPA. O doador, se for investidor institucional, está dispensado de contratar os serviços de uma corretora e poderá participar diretamente na operação se possuir uma conta de custódia em um dos prestadores desse serviço.

Os doadores e os tomadores devem firmar, se forem investidores, termo de autorização para que as corretoras realizem as operações de empréstimo de ações em seu nome, ficando autorizadas a representá-los, bem como a transferir os ativos para a conta mantida pelo tomador. As corretoras que realizarem operações em nome próprio devem firmar um termo de adesão específico.

²³⁷ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 30 ago.2015.

²³⁸ FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.43.

O empréstimo de ações registrado – ou seja, realizado por meio dos serviços prestados pelo Serviço de Empréstimo de Ativos da Câmara, denominado BTC – pode ser operacionalizado de duas formas: (I) a parte doadora, por meio de sua corretora, registra a oferta de empréstimo no sistema BTC e lá ocorre o fechamento da operação; ou (II) as partes previamente pactuam as condições que irão reger o empréstimo de ações, através do instrumento denominado contrato de empréstimo diferenciado, e apenas registram a operação junto à BM&FBOVESPA. Os investidores, ou seja, doador e tomador, são sempre identificados quando do registro das operações no sistema BTC. A Câmara de Ações – administradora do BTC – atua como contraparte central nos empréstimos de ações. Adicionalmente, o BTC é utilizado como instrumento para o tratamento de falta de entrega de ativos.

Vale destacar que o papel exercido pela Câmara de Ações da BM&FBOVESPA no âmbito dos empréstimos registrados é o que, sem dúvida, garante a subsistência dessa operação de forma mais segura e eficiente, pois é responsável, como contraparte central garantidora, pela liquidação definitiva dos contratos de empréstimo registrados no BTC.

Além disso, de acordo com os Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações):

A Câmara administra o BTC, inexistindo qualquer vínculo entre os Investidores tomadores e os Investidores doadores dos Ativos. A Câmara, na qualidade de administradora do BTC, obriga-se a: a) repassar as taxas de remuneração, diretamente ao Investidor doador dos Ativos, no caso do mesmo ser Agente de Custódia; b) repassar as taxas de remuneração ao Agente de Custódia representante do Investidor doador de Ativos, obrigando-se aquele a repassá-las ao Investidor doador, seu cliente; c) efetivar, após o decurso do prazo de vigência do empréstimo, a devolução dos Ativos em idêntica espécie e quantidade dos que foram objeto do empréstimo, ajustados aos eventuais Eventos de Custódia atribuídos pelos Emissores dos mesmos; d) informar diariamente aos Agentes de Custódia e Participantes de Negociação as ofertas registradas no BTC; e) informar diariamente aos Agentes de Custódia e Participantes de Negociação, as posições tomadoras e doadoras de Ativos; f) divulgar diariamente os saldos acumulados emprestados, para cada Ativo, ao fim de cada dia útil imediatamente anterior; e g) comunicar aos Investidores doadores e tomadores a realização ou o encerramento de operações de empréstimo em seu nome, podendo essa comunicação ser realizada por meio eletrônico, desde que tal possibilidade conste expressamente do Termo de Autorização de Cliente assinado pelo respectivo Investidor doador ou tomador.²³⁹ (grifos nossos).

²³⁹ BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015, p.95. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 11 nov.2015.

Ao contratar a operação de empréstimo de ações, as partes deverão determinar o tipo de contrato que desejam firmar: (I) reversível a ambos, (II) reversível ao tomador, ou (III) fixo. No primeiro caso, tanto doador quanto tomador podem decidir pelo término do empréstimo em momento anterior ao previsto no contrato, havendo uma liquidação antecipada. Na segunda hipótese, apenas o tomador pode liquidar antecipadamente o contrato. Já na terceira e última possibilidade, o prazo é fixo e não pode ser alterado por qualquer das partes. De acordo com os dados da BM&FBOVESPA, dos contratos registrados em agosto de 2015, 90% eram reversíveis a ambas as partes; praticamente todo o restante era reversível ao tomador, sendo que a parcela de contratos com prazos fixos é inexpressiva.²⁴⁰

Sobre o empréstimo de ações registrado incide uma taxa de remuneração devida pelo tomador ao doador, que é livremente pactuada entre as partes. Entretanto, o sistema BTC acompanha as taxas registradas e pode excluir aquelas que apresentem variações significativas em relação às taxas normalmente praticadas no mercado para um determinado período ou ativo. Além da taxa de remuneração, é devida uma taxa de registro à BM&FBOVESPA periodicamente definida pela Câmara de Ações. Ambas são expressas em bases anuais com capitalização composta por dias úteis. Vale lembrar, também, da existência da taxa referente ao serviço prestado pelo custodiante acordada entre o doador/tomador e seu custodiante. A remuneração a ser paga pelo tomador considera a quantidade de ações emprestadas, a cotação média da ação na sessão de negociação imediatamente anterior (a) ao registro da operação ou (b) à sua liquidação, a taxa efetiva anual acordada entre as partes e o número de dias úteis entre a data de contratação e o vencimento. A remuneração é paga sempre na liquidação do contrato. A Câmara de Ações, na qualidade de fonte pagadora, retém o imposto de renda e paga o valor líquido da taxa ao doador.

São condições *sine qua non* para registro do empréstimo no sistema BTC a efetiva transferência das ações para a conta de empréstimo do doador (para que a oferta doadora seja registrada) e a apresentação das devidas garantias pelo tomador. A suficiência dessas garantias é verificada diariamente, podendo ser exigidas garantias adicionais a qualquer momento. Os seguintes ativos são aceitos como garantia pela BM&FBOVESPA: (I) moeda corrente nacional; (II) títulos públicos; (III) ouro ativo financeiro; (IV) ações de companhias abertas admitidas à negociação em bolsas de valores; (V) títulos da dívida corporativa; (VI) títulos negociados nos mercados internacionais; (VII) cartas de fiança bancária; (VIII) cartas

²⁴⁰ De acordo com dados apresentados no workshop “Empréstimo de Ativos” promovido pela Abrasca, em 22 set.2015, na BM&FBOVESPA.

de fiança ou cartas de crédito emitidas por instituições sediadas no exterior; (IX) seguro de crédito de companhias sediadas no país ou no exterior; e (X) outros ativos (títulos, valores mobiliários, direitos, contratos e outros instrumentos financeiros de emissor público ou privado) ou instrumentos. O total exigido de garantias para uma operação de empréstimo equivale a 100% do valor das ações emprestadas acrescido de um intervalo de margem específico para cada ativo, o qual representa a oscilação possível do preço desse ativo em dois dias úteis consecutivos e divulgado pela BM&FBOVESPA. De acordo com João Batista Fraga e William Eid Júnior, as garantias mais usuais são títulos públicos federais negociados no mercado aberto (44,8% do total) e as ações listadas no segmento Bovespa (50,9%)²⁴¹.

De acordo com os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, os tomadores de empréstimo podem utilizar os valores mobiliários emprestados para as seguintes finalidades: (I) vendê-los no mercado à vista; (II) utilizá-los na liquidação de operações realizadas no mercado à vista (sistema voluntário e compulsório); (III) utilizá-los como garantia para operações nos mercados de liquidação futura; (IV) utilizá-los como cobertura no lançamento de opções de compra; (V) transferi-los para outra conta de custódia; (VI) retirá-los do Serviço de Depositária da Câmara; e (VII) outras formas de utilização que a Câmara de Ações venha a definir.²⁴²

Sempre que houver um evento de custódia (bonificação, grupamento, desdobramento, distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio, entre outros), a Câmara de Ações é responsável por creditar o valor do reembolso do evento diretamente ao representante do doador, que se obriga a repassá-los, ou a ajustar a quantidade de ações objeto do empréstimo proporcionalmente ao evento. Ainda, se o evento de custódia envolver o direito de preferência na subscrição de ações, os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações estabelecem mecanismos específicos para que o doador usufrua desse direito, conforme veremos mais adiante no item 6.1.4.

Na data do vencimento da operação, as ações são devolvidas ao doador e no dia útil subsequente é realizada a liquidação financeira dos valores devidos pelo tomador a título de remuneração. Caso o contrato seja antecipadamente liquidado pelo tomador, na data da

²⁴¹ FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.45.

²⁴² BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015, p.95. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 10 nov.2015.

devolução, o tomador devolve as ações ao doador e no dia útil subsequente é realizada a liquidação financeira da remuneração.

Na eventualidade de o contrato ser antecipadamente liquidado pelo doador e a devolução requerida pela corretora do doador antes das 9h30, o tomador possuirá três dias úteis para devolver os ativos e a liquidação financeira será realizada no dia útil subsequente. Se o contrato for antecipadamente liquidado pelo doador e a devolução requerida pela corretora do doador após às 9h30, o tomador possuirá quatro dias úteis para devolver os ativos e a liquidação financeira será realizada no dia útil subsequente.

Caso o tomador não possua ações para devolver ao doador, a Câmara de Ações pode determinar a recompra dos ativos ou verificar se o BTC dispõe de ofertas doadoras referentes à ação não entregue com características – quantidade e prazo mínimo – que possibilitem a liquidação da operação previamente contratada. Caso exista garantia disponível em nome do tomador, é realizado um empréstimo compulsório em seu nome. Adicionalmente, a Câmara de Ações pode executar, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial, as garantias prestadas pelo tomador.

Caso não seja possível proceder à devolução das ações emprestadas em razão da sua indisponibilidade para aquisição no mercado, a Câmara de Ações pode determinar a realização da liquidação financeira da operação.²⁴³

O tomador na operação de empréstimo de ações que não proceder à devolução dos ativos fica sujeito à multa de 0,2% ao dia sobre o valor das ações não devolvidas, incidente até a regularização da devolução. Além disso, o tomador fica responsável pela remuneração do doador até a data da devolução das ações, considerando-se para efeito do cálculo desta remuneração o dobro da taxa originalmente contratada entre as partes. Todos os participantes da negociação são solidariamente responsáveis pela eventual inadimplência de seus clientes.

Importante destacar que a BM&FBOVESPA estabelece limites de concentração de operações de empréstimo de ações por investidor (não superior a 3% das ações em circulação no mercado), por intermediário (não superior a 6,5% das ações em circulação no mercado) e por mercado (não superior a 20% das ações em circulação no mercado). A inobservância de tais limites de concentração importa no encerramento compulsório dos empréstimos excedentes, podendo a Câmara de Ações, a seu critério, proibir o registro de novos

²⁴³ BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015, p.95. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 11 nov.2015.

empréstimos. Ainda, a Câmara de Ações pode permitir o registro de empréstimos de ações que superem esses limites de concentração mediante prévia análise das características da operação pretendida²⁴⁴.

5.1.2 Como funciona o empréstimo de ações privado?

O empréstimo de ações privado costuma ocorrer entre investidores previamente conhecidos, tendo em vista que não há a aproximação das partes por meio do sistema BTC. Como não existem registros da celebração destes empréstimos, não podemos tecer considerações conclusivas a respeito de seu volume e propósito. O exemplo prático de empréstimo privado que mais nos chama a atenção se dá no âmbito de uma oferta pública de distribuição de ações. Como veremos mais adiante, a operação tem por fim resguardar a possibilidade de estabilizar o preço da ação logo após o lançamento da oferta e o empréstimo de ações pode ser efetuado tanto em sua forma privada quanto registrada.

Além disso, visualizamos a celebração do empréstimo privado com a intenção de ser utilizado como um instrumento de garantia, ou seja, um contrato acessório vinculado a uma determinada obrigação principal. Ele seria celebrado como uma alternativa a um contrato de alienação fiduciária de ações, por exemplo, e teria como vantagem ao credor e desvantagem ao devedor o fato de que a posse direta e indireta das ações já estaria consolidada no primeiro.

Vale destacar, no entanto, que para realizar o empréstimo privado de ações não é necessário que os ativos estejam depositados na Central Depositária da BM&FBOVESPA. Os ativos podem, perfeitamente, estar registrados nos livros eletrônicos mantidos pelo escriturador das ações de emissão da companhia aberta em questão ou, tratando-se de companhias fechadas ou sem ações escriturais, nos livros de registro mantidos pela própria companhia. O que irá ocorrer mediante a contratação desta operação é uma simples transferência das ações para a titularidade do tomador.

No contrato privado de empréstimo de ações, as partes podem, livremente, desde que observados os preceitos legais, acordar como serão reguladas as questões inerentes aos direitos essenciais do acionista, ao direito de voto, ao direito de participação em oferta pública de aquisição de ações, a liquidação antecipada das ações, o vencimento antecipado da

²⁴⁴ BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015, p.95. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 11 nov.2015.

operação e a remuneração devida pelo tomador. O doador e o tomador podem, ainda, acordar a periodicidade do pagamento de eventual remuneração, o que não ocorre no empréstimo registrado. Importante destacar que apenas no contrato privado é possível a celebração de um empréstimo de ações gratuito.

Após a celebração do contrato, é necessário operacionalizar a transferência das ações ao tomador, seja por meio da assinatura do livro de transferência, da assinatura de uma ordem de transferência de ações ao escriturador ou de um comando de venda ao custodiante, de modo que o tomador passe a constar como o titular das ações emprestadas. Tendo em vista que não há a figura da contraparte central neste caso, não há garantia de liquidação da operação prestada por um terceiro. Pode o doador, no entanto, exigir a prestação de garantia pelo tomador. Terminado o período de contratação do empréstimo das ações, o tomador deverá providenciar a devolução dos ativos ao doador.

5.2 Estrutura do empréstimo de ações no âmbito de oferta pública de distribuição de ações

Por se tratar de um caso muito específico e, ao mesmo tempo, usual, que demanda a celebração de um empréstimo de ações, e por estar intrinsecamente relacionado ao desenvolvimento do mercado de capitais, cremos indispensável tratarmos deste assunto no estudo que desenvolvemos.

O empréstimo de ações no âmbito de oferta pública de distribuição de ações pode ser realizado tanto em sua forma privada quanto registrada. A escolha irá depender exclusivamente das partes envolvidas, quais sejam, os doadores – que são, normalmente, os acionistas controladores da emissora e/ou a emissora – e o tomador, que atua na qualidade de agente estabilizador da oferta. Mais adiante veremos as funções atribuídas a cada uma dessas figuras.

5.2.1 Conceitos básicos sobre oferta pública de distribuição de ações

Para abordarmos a estrutura da operação de empréstimo de ações em uma oferta pública, é necessário inicialmente esclarecer alguns conceitos. Por essa razão, iremos analisar, brevemente, os principais pontos envolvendo uma oferta pública de ações para, posteriormente, verificarmos o papel do empréstimo de ações nesse contexto.

Conforme aponta Nelson Eizirik e outros:

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Os investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante.²⁴⁵

Assim, verificamos que a oferta de valores mobiliários constitui uma operação mediante a qual ocorre a distribuição de ativos ao público. Para realizar e estruturar uma oferta pública, é necessária a participação ativa de diversas instituições. Dentre elas, as mais relevantes são os coordenadores (*underwriters*) da oferta – que nada mais são do que bancos de investimento que atuam, basicamente, na distribuição dos valores mobiliários e na divulgação da oferta ao público – e, claro, a companhia cujas ações serão ofertadas. Eventualmente, as ofertas públicas podem contar, ainda, com a participação de uma outra figura importante: o acionista da companhia que deseja alienar parte ou a totalidade de sua participação acionária no âmbito da oferta. Normalmente, se trata do acionista controlador da companhia, o qual é intitulado, para fins da oferta, de acionista vendedor.

A depender do tipo de oferta de ações realizada – primária ou secundária – os recursos advindos serão revertidos à própria companhia ou aos acionistas vendedores. Em qualquer dos casos, os destinatários dos recursos serão intitulados “ofertantes”. Ou seja, ofertante é aquele que promove a oferta ao público, por essa razão os acionistas vendedores podem ser enquadrados como tal.

Na distribuição primária, a oferta de ações é realizada pela companhia, que é a emissora das novas ações a serem distribuídas ao público, mediante a aprovação de um aumento de capital e da emissão das novas ações para a subscrição pelos investidores²⁴⁶. A distribuição secundária, por sua vez, é realizada mediante a oferta de ações previamente emitidas pela companhia e detidas pelos acionistas que desejam vendê-las ao público (acionistas vendedores), de modo que, nesse caso, não há aumento de capital da companhia e, conseqüentemente, não há o ingresso de novos recursos para a sociedade. A diferença, portanto, entre os dois tipos de distribuição de valores mobiliários reside no fato de que, na oferta primária, é impreterível a emissão de novas ações via aumento de capital pois a ofertante é a própria companhia; já na oferta secundária, não existe lógica em se emitirem

²⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, p.135.

²⁴⁶ Como apontado por Nelson Eizirik: “As ofertas primárias atendem à principal função econômica do Mercado de valores Mobiliários, qual seja, a de permitir o financiamento de médio e de longo prazos das empresas.” (EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; SILVA, Alexandre Couto; WALD, Arnoldo, et al. **Sociedades anônimas e mercado de capitais**: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.21).

novas ações uma vez que ela constitui puramente a venda de ações já existentes pelos acionistas vendedores, que figuram como ofertantes nesse caso. É muito usual, no entanto, que sejam combinados esses dois tipos de distribuição no lançamento de uma oferta, ou seja, a realização de uma distribuição primária (com a emissão de novas ações pela companhia) e de uma distribuição secundária (com a venda de ações detidas pelos acionistas vendedores) em um mesmo momento e com base nas mesmas informações requeridas pela regulamentação disponibilizadas ao público²⁴⁷.

Importante destacar que, nesse capítulo, visamos analisar a mecânica do empréstimo de ações no âmbito de uma oferta de distribuição de ações regulada pela Instrução da CVM nº400, de 29 de dezembro de 2003. Até 2014, a distribuição pública de ações apenas poderia ser realizada de acordo com os termos e condições estabelecidos pela Instrução CVM 400. Porém, com o advento da alteração realizada na Instrução da CVM nº476, de 16 de janeiro de 2009, que teve por objetivo, dentre outros, incluir as ações no rol de valores mobiliários que podem ser distribuídos por meio de oferta pública com esforços restritos, a hegemonia regulamentar absoluta da Instrução CVM 400 chegou ao fim²⁴⁸.

Para realizar uma oferta pública de ações, é necessário que a companhia seja registrada perante a CVM como companhia aberta na categoria “A”²⁴⁹ e que a oferta, por sua vez, seja submetida à análise da autarquia e, conseqüentemente, registrada. Dessa forma, verificamos que para a implementação de uma oferta pública de ações é impreterível a manifestação da

²⁴⁷ Ainda que as ofertas sejam feitas de forma combinada, a CVM concede números de registro diferentes para cada uma das distribuições.

²⁴⁸ A oferta pública de ações com esforços restritos de distribuição é uma modalidade recentemente introduzida na regulamentação por meio da Instrução CVM 551, de 25 de setembro de 2014, que alterou a Instrução CVM nº476/09. Em 2009, a CVM inovou com a introdução da possibilidade de realização de oferta pública de valores mobiliários não conversíveis em ações sem a necessidade de obtenção de registro da referida autarquia por meio da Instrução CVM nº476/09. Esta modalidade de oferta não só possibilitou dar uma maior celeridade ao processo, como também veio ao encontro de ofertantes de pequeno e médio porte uma vez que, para valores mobiliários não conversíveis em ações, não é necessário ser uma companhia aberta registrada na CVM. Importante destacar que as ofertas com esforços restritos são voltadas a um público específico (investidores profissionais e investidores qualificados), possuem limitação de investidores procurados e subscritores finais (75 e 50 indivíduos, respectivamente) e não podem ser divulgadas ao público em geral. Em decorrência do enorme sucesso dessa nova modalidade, em 2014, a CVM resolveu expandir o rol de valores mobiliários abrangidos pela Instrução CVM nº476/09, nele incluindo as ações e valores mobiliários conversíveis em ações, com o intuito de fomentar o acesso de empresas de pequeno e médio porte ao mercado de ações. A oferta pública de ações com esforços restritos possui, no entanto, algumas peculiaridades, como o fato de ser indispensável o registro de companhia aberta na categoria “A” pelo ofertante. Até novembro de 2015, foram realizadas três ofertas de ações nesses moldes pelas companhias General Shopping Brasil S.A., Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A. e Metalúrgica Gerdau S.A.

²⁴⁹ Existem duas categorias de registro de companhia aberta, quais sejam, a categoria “A” e a categoria “B”. Nos termos do artigo 2º da Instrução da CVM nº480, de 7 de dezembro de 2009, o registro na categoria “A” autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários; já o registro na categoria “B” autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários: I – ações e certificados de depósito de ações; ou I – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.

CVM, uma vez que dela depende a concessão tanto do registro de companhia aberta como da oferta em si²⁵⁰.

Como mencionado, para realizar uma oferta pública, é necessário que a ofertante contrate instituições financeiras que atuem como distribuidores das ações e divulgadores da oferta ao público. Quem realiza esse papel são os bancos de investimento, qualificados como coordenadores ou *underwriters*, com o auxílio das corretoras. É possível que a distribuição seja realizada por apenas um coordenador, no entanto o mais usual é que seja formado um consórcio de *underwriters*²⁵¹, ocorrendo, assim, uma divisão de riscos. A relação a ser estabelecida entre a ofertante e essas instituições é regida por meio da celebração de alguns contratos, dentre eles o contrato de distribuição das ações no âmbito da oferta, o contrato de empréstimo de ações e o contrato de estabilização da oferta. Ao submeter o pedido de registro da oferta à CVM, a ofertante deverá apresentar todos os documentos requeridos pela regulamentação para que a autarquia possa analisá-los, incluindo as minutas de contratos que serão celebrados entre os participantes da oferta.

²⁵⁰ O registro de companhia aberta e o registro da oferta podem ser obtidos em um mesmo momento ou em momentos distintos. Isso porque, nos termos do artigo 4º da Lei das S.A. e do artigo 22 da Lei nº6.385/76, a obtenção do registro de companhia aberta independe da realização de uma oferta pública. Nesse sentido, é a opinião que expressei em artigo que trata do fechamento de capital de companhias abertas: “Nos termos da lei, verifica-se que a diferença crucial entre uma companhia aberta e uma companhia fechada reside no fato de a companhia aberta negociar seus valores mobiliários no mercado de capitais, enquanto os valores mobiliários da companhia fechada não são admitidos à negociação neste mercado. Esse conceito nos parece um tanto quanto simplista, embora resolva, a princípio, o problema conceitual relativo à matéria. Primeiramente, vale destacar que a interpretação meramente literal do texto legal pode levar a um erro materialmente relevante: a Lei estabelece que as companhias abertas são aquelas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação no mercado. No entanto, na prática, sabemos que existem companhias abertas cujos valores mobiliários não são negociados em bolsa. Dessa forma, o que diferencia, de fato, uma companhia aberta de uma companhia fechada é o registro de companhia aberta concedido pela CVM, que lhe garante a possibilidade de negociar seus valores mobiliários em mercado, no momento em que julgar mais adequado, sem a necessidade de requerer qualquer outro registro perante a CVM senão o registro da oferta que realizará. Nesse sentido, o §1º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações surge em complementação à definição do caput deste artigo, o qual estabelece que “somente valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”. A leitura conjunta do artigo 4º e seu §1º nos permite compreender que o registro de companhia aberta concedido pela CVM é, de fato, o diferencial entre as sociedades estudadas, uma vez que somente a partir da concessão do registro de companhia aberta é que a companhia poderá emitir, publicamente, valores mobiliários. Corroborando com esse entendimento, a Instrução CVM 480 estabelece que o pedido de registro de companhia aberta pode ser formulado independentemente do pedido de registro de oferta, o que nos permite admitir a independência entre os dois institutos.” (OLIVEIRA, Karina Cardozo de. Fechamento do capital social: estudo de casos. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v.55, p.193-236, jan.-mar. 2012, p.196-197).

²⁵¹ “A justificativa para a colocação e distribuição de valores mobiliários por meio de consórcio se dá, do ponto de vista econômico, quando o volume a ser distribuído envolve montante expressivo de valores, de modo que o risco inerente à operação expõe excessivamente a instituição financeira caso ela atue de forma individual. Ou seja, a formação do consórcio representa uma divisão do risco entre as instituições participantes, sendo que um eventual insucesso da oferta venha a ser devidamente pulverizado. Além da questão envolvendo o risco da colocação dos valores mobiliários, a distribuição por meio de consórcio permite uma maior dispersão dos valores mobiliários no mercado, uma vez que se expandem os canais de contato com os investidores, o que torna interessante também para a emissora a contratação de um sindicato de bancos para garantir maior exposição de seu papel.” (OLIVEIRA, Karina Cardozo de. Breve análise sobre o contrato de consórcio empresarial. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v.66, p.131-156, out.-dez., 2014, p.152).

5.2.2 O empréstimo de ações e a estabilização do preço por ação no âmbito de oferta pública

A realização de um empréstimo de ações no contexto de uma oferta pública de distribuição de ações é utilizada como mecanismo para estabilizar o preço por ação após o lançamento da oferta. Como se sabe, a precificação de uma oferta no Brasil (e no exterior) é normalmente realizada por meio do *bookbuilding*, o qual se caracteriza pela consulta a investidores institucionais a respeito do interesse na ação que será ofertada²⁵². A partir desse procedimento, as instituições envolvidas na oferta fixam o preço a que a referida ação será lançada no mercado.

É possível, entretanto, que o preço estabelecido não reflita de maneira acurada o interesse que o mercado tem nesse ativo. Dessa forma, logo após o lançamento da oferta, o preço de negociação da ação no mercado secundário pode oscilar²⁵³.

Para evitar uma diferença significativa entre o preço de lançamento e o preço de negociação imediatamente posterior é que comumente se estabelece entre a ofertante e as instituições financeiras um período de estabilização da oferta, com o aval da CVM e da BM&FBOVESPA.

Existem três mecanismos utilizados para estabilizar o preço da ação após a realização de uma oferta pública, de acordo com Wilhelm Jr.²⁵⁴: (I) ordem de estabilização, que constitui uma ordem de compra de ações, colocada pelo coordenador, a um preço próximo ao preço de distribuição e identificada como uma oferta de estabilização; (II) imposição de penalidades aos coordenadores da oferta cujos clientes se desfazem das ações adquiridas logo após a distribuição; e (III) recompra de ações pelo coordenador (*aftermarket short covering*). O primeiro mecanismo não existe no Brasil e não há dados relativos à implementação do

²⁵² “O chamado *bookbuilding* (“prospección de la demanda”, no direito espanhol; “construction du livre d’ordre” no direito francês), que, nos últimos anos, vem sendo crescentemente adotado na prática do mercado, constitui um sistema de aferição do interesse dos potenciais compradores dos títulos e está previsto no artigo 44 da Instrução CVM nº400/2003, o qual faculta a coleta de intenções de investimento, com ou sem recebimento de reservas, a partir da divulgação do prospecto preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.” (EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. São Paulo: Saraiva, 2011, p.188).

²⁵³ Crítica à adequação do valor apurado no procedimento de *bookbuilding* é feita por Nelson Eizirik e outros: “Diante da falta de parâmetros legais ou regulamentares, verifica-se a existência de uma margem à manipulação do procedimento de *bookbuilding* por parte do *underwriter*. Com efeito, é possível que o processo de *bookbuilding* conduza à fixação de um preço subvalorizado dos valores mobiliários emitidos em uma oferta pública primária (*underpricing*), favorecendo o *underwriter* e seus clientes e, em contrapartida, prejudicando os interesses da companhia emissora e de seus acionistas, que, em tese, poderiam arrecadar um maior volume de recursos na oferta pública.” (EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. São Paulo: Saraiva, 2011, p.189).

²⁵⁴ Apud William J. Wilhelm Jr. In: CARVALHO, Antonio Gledson de; PINHEIRO, Douglas Beserra. Determinantes da estabilização de preços em ofertas públicas iniciais de ações. In: **Revista Brasileira de Finanças**, 2010, v.8, n.4, p.444.

segundo mecanismo.²⁵⁵ Desse modo, o que chamamos de estabilização no Brasil constitui, efetivamente, uma recompra de ações pós-lançamento da oferta.

A estabilização de uma oferta é desenhada por meio daqueles três contratos mencionados anteriormente, quais sejam, o contrato de distribuição das ações, o contrato de empréstimo e o próprio contrato de estabilização. No contrato de distribuição é outorgada uma opção ao agente estabilizador – que é normalmente uma das instituições financeiras que compõem o sindicato da oferta – de adquirir um adicional de até 15% da quantidade de ações inicialmente ofertadas (oferta base) pelo mesmo preço de lançamento e em até 30 dias do lançamento da oferta²⁵⁶. Tanto a quantidade de ações como o prazo de estabilização podem ser acordados entre as partes envolvidas na oferta. A regulamentação estabelece apenas o limite máximo a ser observado. Os contratos de empréstimo e de estabilização, por sua vez, tratam especificamente das operações cujas denominações lhes dizem respeito e que estão, intrinsecamente, relacionadas entre si.

No lançamento da oferta, os coordenadores vendem no mercado ações em quantidade superior à oferta base (*over-allotment*) de modo a obter os recursos necessários para financiar a estabilização que poderá ocorrer mais adiante. Com o objetivo de liquidar a venda de ações do *over-allotment*, o agente estabilizador empresta a mesma quantidade de ações do *over-allotment* detidas pelo(s) principal(is) acionista(s) da companhia ofertante ou então detidas pela própria companhia e mantidas em tesouraria – mediante autorização da CVM²⁵⁷ – e as entrega para os investidores adquirentes, realizando, portanto, uma venda a descoberto.

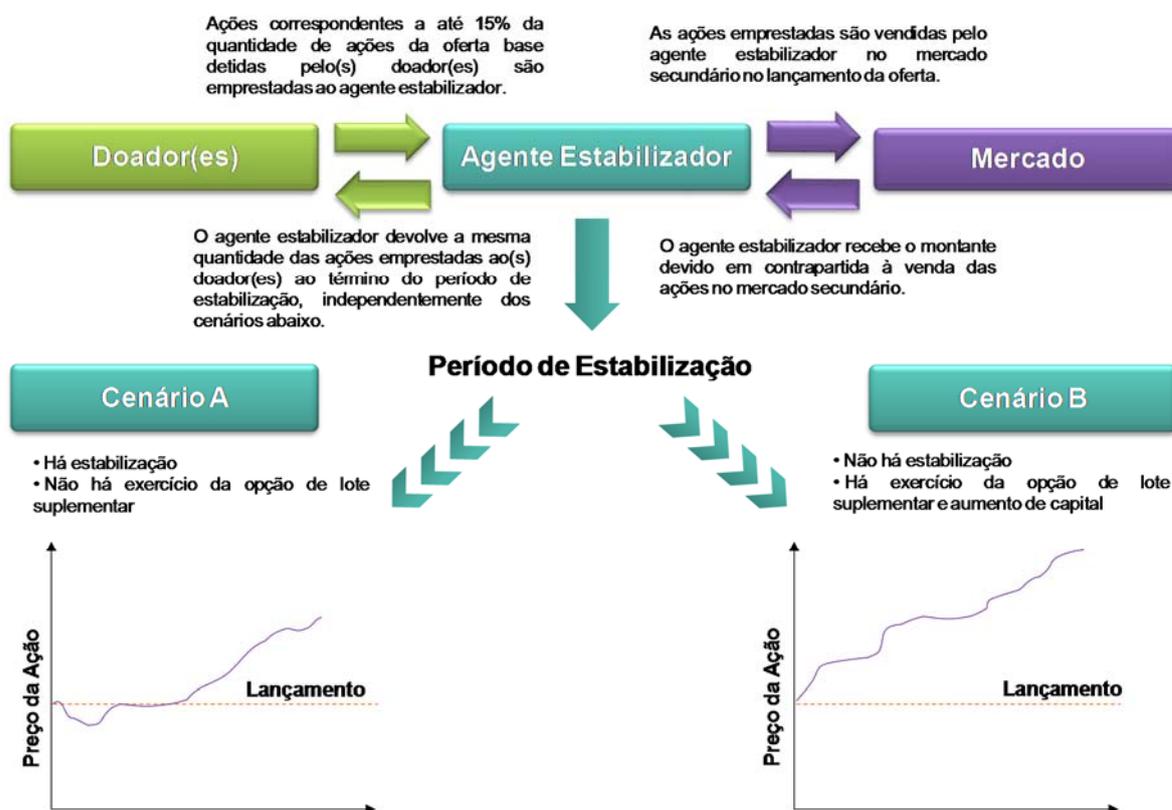
Os recursos obtidos com a venda a descoberto serão utilizados para (I) comprar ações no mercado durante o período de estabilização; e/ou (II) integralizar as ações emitidas decorrentes do exercício da opção de lote suplementar. A destinação dependerá, portanto, do

²⁵⁵ CARVALHO, Antonio Gledson de; PINHEIRO, Douglas Beserra. Determinantes da estabilização de preços em ofertas públicas iniciais de ações. In: **Revista Brasileira de Finanças**, 2010, v.8, n.4, p.444.

²⁵⁶ Artigo 24. O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada. Parágrafo Único. A instituição intermediária deverá informar à CVM, até o dia posterior ao do exercício da opção de distribuição de lote suplementar, a data do respectivo exercício e a quantidade de valores mobiliários envolvidos.

²⁵⁷ A CVM já se manifestou favoravelmente ao empréstimo de ações mantidas em tesouraria pela própria companhia no intuito de viabilizar a estabilização do preço no âmbito de oferta pública de ações (Processo CVM RJ 2008/2207, Processo CVM RJ 2005/2027, Processo CVM RJ 2004/7266 e Processo CVM RJ 2004/4232). Conforme apontado por Wladimir Castelo Branco Castro, Diretor-Relator do Processo CVM RJ 2005/2027, “analisando as circunstâncias que envolvem o presente caso, considero deva ser aceito o pleito em questão. Isso porque, sendo o procedimento de estabilização atrelado ao de oferta pública – o qual é dotado de uma divulgação abrangente das informações referentes às características dos valores mobiliários distribuídos e da oferta pública de ações – não vislumbro, em princípio, nenhum prejuízo à ampla divulgação de informação e à transparência das transações. Outrossim, uma vez que o preço de distribuição/emissão das ações preferenciais da Ultrapar será estabelecido por *Bookbuilding*, pressupõe-se que a precificação desses papéis dar-se-á através de mecanismos de mercado.”

desempenho das ações no mercado secundário após o lançamento da oferta. Se o valor de negociação das ações cair em relação ao preço estabelecido na precificação, o agente estabilizador não exercerá sua opção de compra (*over-allotment option* ou *greenshoe option*²⁵⁸) e fará as aquisições necessárias no mercado secundário para estabilizar o preço da ação. Nesse caso, a liquidação do empréstimo de ações já efetuado será feita por meio da entrega das ações adquiridas no mercado secundário pelo estabilizador durante o período de estabilização da oferta (cenário A); entretanto, caso as ações se valorizem nesse período, o agente estabilizador não precisará estabilizar a oferta por meio da aquisição de ações no mercado secundário, uma vez que o mercado respondeu bem ao preço fixado no lançamento da oferta. Desse modo, exercerá sua opção de compra e um novo aumento de capital será realizado pela companhia mediante a emissão de ações pelo mesmo preço por ação fixado no lançamento da oferta (cenário B). Esse mecanismo pode ser melhor explicitado nos gráficos abaixo, pelos quais demonstramos a flutuação do preço por ação após o lançamento da oferta e a correspondente ação do agente estabilizador:



²⁵⁸ Conforme elucidado por Nelson Eizirik e outros, a terminologia *greenshoe* advém do fato de que essa opção foi utilizada pela primeira vez no mercado norte-americano no âmbito da oferta pública de ações de uma companhia intitulada Green Shoe Company. (EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. São Paulo: Saraiva, 2011, p.191).

O empréstimo de ações realizado no âmbito de uma oferta pública pode ser registrado no BTC ou ser um empréstimo privado. Caso seja registrado no BTC, todas as convenções aplicáveis a esse tipo de operação lhe serão aplicáveis. Por exemplo, caso ocorra uma distribuição de dividendos durante o período de estabilização, o montante distribuído pela companhia será reembolsado ao doador pelo sistema BTC. No entanto, caso seja realizado um empréstimo privado, as partes podem convencionar quais disposições melhor atendem seus interesses.

6 QUESTÕES CONTROVERSAS INERENTES AO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

6.1 Titularidade dos direitos essenciais aos acionistas (artigo 109, Lei das S.A.)

A qualificação de um investidor como acionista e, portanto, titular de direitos e obrigações perante a sociedade no âmbito de um empréstimo de ações, se insere em uma zona cinzenta. Não há dúvidas de que a propriedade do valor mobiliário é transferida ao tomador – isto porque, caso contrário, o tomador não teria a legitimidade necessária para transacionar no mercado de capitais –, no entanto, a depender do tipo de empréstimo contratado entre as partes – registrado no BTC ou privado – algumas das prerrogativas do acionista não passam a ser definitivamente do novo titular da ação.

A legislação brasileira elenca certos direitos individuais aos acionistas que não podem ser de forma alguma anulados, renunciados ou derogados. De acordo com Modesto Carvalhosa, “todos esses direitos declarados de forma expressa procuram contrabalançar o caráter enormemente institucional da sociedade anônima, no atual contexto jurídico”²⁵⁹. Afirma ainda que “essas prerrogativas inderrogáveis dos acionistas constituem evidente reminiscência contratualista da sociedade anônima, numa versão dos direitos individuais constitucionalmente reconhecidos”²⁶⁰.

Sobre os direitos essenciais dos acionistas, importantes as palavras de Fábio Ulhoa Coelho:

A lei assegura aos acionistas certos direitos essenciais, e o faz de forma definitiva e absoluta, com o objetivo de garantir a estabilização nas relações de poder internas à companhia (art.109). Não se devem considerar os direitos essenciais apenas pela perspectiva da tutela dos minoritários, porque eles, em certo sentido, também asseguram a conservação do poder de controle, como no caso do direito de preferência na subscrição de novas ações.²⁶¹(grifo nosso).

O artigo 109 da Lei das S.A.²⁶² elenca os direitos considerados essenciais ao acionista, quais sejam (I) o direito de participar dos lucros sociais, o qual se materializa por meio da distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio pela sociedade, (II) o direito de

²⁵⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.2. São Paulo: Saraiva, 2009, p.336.

²⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.2. São Paulo: Saraiva, 2009, p.336.

²⁶¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.318.

²⁶² Artigo 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

participar do acervo da companhia, em caso de liquidação, (III) o direito à fiscalização dos negócios sociais, (IV) o direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição e, finalmente, (V) o direito de retirar-se da sociedade nos casos previstos na Lei das S.A. Tais direitos são assim considerados, pois nem a assembleia geral nem o estatuto social poderão privar o acionista de exercê-los, observadas, obviamente, as exceções legais. São inderrogáveis e irrenunciáveis.

Diferentemente do que costuma ocorrer no dia-a-dia de uma sociedade por ações, a proteção dos direitos essenciais dos acionistas é uma das situações em que a prevalência da maioria não se sobrepõe ao indivíduo. Assim explica Nelson Eizirik:

A Lei das S.A. vigente, repetindo o sistema anterior, e sob evidente inspiração no modelo constitucional dos direitos individuais dos cidadãos, estabeleceu determinados direitos essenciais dos acionistas, que funcionam como limite ao poder majoritário, uma vez que deles não podem ser privados por deliberação da assembleia geral ou por dispositivo estatutário.²⁶³

Por meio da instituição desses direitos é que se atinge a estabilização das relações internas à companhia, do conflito inevitável entre o controlador e os minoritários, e se impõe uma limitação ao poder de controle. Um dos objetivos primordiais da Lei das S.A. é, efetivamente, reduzir os custos que adviriam de eventuais negociações caso a caso que deveriam se estabelecer em decorrência de cláusulas estatutárias; por essa razão, se estabeleceu, dentre outros, a previsão legal genérica dos direitos dos quais os acionistas não podem ser privados.²⁶⁴ Traçando uma comparação entre a sociedade institucional e o Estado Democrático de Direito, as restrições impostas pela legislação aos controladores da sociedade no que tange à manutenção dos direitos essenciais, em razão de sua imutabilidade, muito se alinham ao reconhecido pela Constituição como cláusula pétrea.²⁶⁵ A esse respeito, Luiz Gastão Paes de Barros Leães explica:

Nessa ordem de ideias, fácil é compreender porque a revolução de 1789, e, sobretudo, o liberalismo político e econômico do século XIX modularam uma sociedade anônima em função do sistema democrático implantado, com finalidade de atender as crescentes necessidades da estrutura econômica então vigente. Sem desprezar a longa herança deixada pelo antigo regime, plasmou-se uma sociedade anônima à imagem e semelhança do Estado liberal burguês. Assim, a teoria da

²⁶³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.587.

²⁶⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.587.

²⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.2. São Paulo: Saraiva, 2009, p.337.

vontade popular se transplantou para a anônima, fazendo prevalecer a soberania da assembleia-geral dos acionistas, órgão supremo daí por diante, governada pelo princípio da maioria, ou seja, pelo sufrágio universal em termos de sociedade. Outrossim, aplicou-se a teoria da divisão dos poderes a este tipo social, de tal sorte que, ao lado do poder legislativo da assembleia, se organizava um poder executivo representado pela administração, subordinada à assembleia de acionistas, obrigada a lhe prestar contas, e por ela nomeada e destituída. Ora, essa nova organização democrática da sociedade anônima que, por um lado, ensejou o debilitamento do poder da diretoria, e, por outro lado, atribuiu uma teórica igualmente de direitos aos sócios, logo suscitou novos e importantes problemas à instituição, tais como o abuso da maioria, a proteção e a defesa das minorias, o reconhecimento de direitos individuais dos acionistas (correspondendo às garantias e direitos fundamentais do homem e do cidadão), a delimitação de competência dos órgãos mais importantes e o sistema de controle da legalidade dos atos de tais órgãos, no sentido de proteger os sócios individuais ou minoritários, assim como os terceiros contratantes com a sociedade.²⁶⁶ (grifos nossos).

No entanto, os direitos essenciais não devem ser confundidos com os direitos dos minoritários, pois são atribuídos a todo e qualquer acionista, independentemente de sua participação no capital social da companhia. Por isso, Nelson Eizirik afirma que “a previsão dos direitos essenciais do acionista frente à companhia visa a garanti-los, mantendo intocável o seu ‘status’ de acionista e possibilitando-lhe a defesa de seus interesses individuais frente ao grupo controlador ou aos administradores.”²⁶⁷

Adicionalmente, importa destacar que não é uníssono na doutrina o entendimento a respeito da aplicabilidade do artigo 120 da Lei das S.A. aos direitos essenciais. Referido artigo determina que pode a assembleia geral suspender os direitos dos acionistas que deixam de cumprir obrigações legal ou estatutária.²⁶⁸ Conforme aponta Fábio Ulhoa Coelho:

Postas as coisas dessa maneira, parece-me indiscutível que os direitos essenciais não podem ser suspensos pela assembleia geral. De fato, o art.120 da LSA autoriza esse órgão a deliberar pela suspensão dos direitos de acionista que se encontre em mora relativamente à obrigação legal ou estatutária, como meio de forçar ao cumprimento desta. Por exemplo, o remisso pode ser privado do direito de ingresso, ou de voz e voto, nas assembleias, enquanto não puser em dia o pagamento do preço de emissão de suas ações. Pois bem, discute a doutrina se essa prerrogativa da assembleia geral, de suspender direitos societários, poderia alcançar, também, os essenciais. Para Modesto Carvalhosa (1977, 2:491/492), Sampaio Lacerda (1978: 19) e Miranda Valverde (1959, 2:33), a resposta é afirmativa. Eles entendem também que os direitos essenciais podem ser suspensos, pela assembleia, como meio de pressionar o acionista a cumprir suas obrigações. Já, para Waldemar Ferreira (1961, 4:337) e Fran Martins (1977, 2.1:134), a resposta é diversa. Os direitos essenciais não se incluem entre os suscetíveis de suspensão. Na medida em que consideram os direitos essenciais como estabilizadores das relações de poder, no interior da sociedade anônima, é claro que se deve adotar este último entendimento, concluindo pela impossibilidade de sua suspensão.²⁶⁹

²⁶⁶ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969, p.257-258.

²⁶⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.590.

²⁶⁸ Artigo 120. A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.

²⁶⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.319-320.

Em razão da existência de certa obscuridade na definição dos papéis do doador e do tomador em relação à sociedade emissora das ações, muito se discutiu – e, diga-se de passagem, ainda se discute – a respeito da legitimidade para o exercício dos direitos mencionados. Afinal, tendo em vista que o tomador passou a ser o titular da ação, todos os direitos inerentes aos acionistas lhe seriam transmitidos e nada mais restaria ao doador? Veremos, adiante, como se dá essa divisão de direitos. Importante frisarmos que, para a análise a seguir, assumimos que ao realizar a operação de empréstimo de ações, o doador não será mais titular de ações da companhia cujas ações foram emprestadas.

6.1.1 Participação nos lucros

O direito à participação nos lucros é o que move o investimento dos acionistas no negócio empresarial. Se não fosse para auferir algum lucro em determinado período, qual seria a motivação do investidor para arriscar seu patrimônio em certa atividade econômica? Na verdade, a motivação do investidor vai além do lucro: o objetivo é obter a maior rentabilidade possível. Não é por acaso que o Código Civil dispõe, em seu artigo 981, que “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.” Como menciona Bruno Robert:

A concepção de que os frutos obtidos com a operação da sociedade devem ser revertidos aos seus sócios é intuitiva. Esses frutos pertencem aos doadores dos investimentos, financeiros e pessoais, que os geraram, e que se submeteram aos riscos de não obtê-lo. Assim, o lucro é entendido como o fruto gerado a partir do patrimônio investido pelos sócios e do empenho de seus esforços.²⁷⁰

Mais do que ser um interesse individual dos acionistas, a obtenção de lucro é a função econômica que move a própria empresa, e sua repartição é o que faz sentido tendo em vista terem os acionistas aportado o capital necessário para que a atividade empresarial fosse desenvolvida. Assim, a participação nos lucros da sociedade se enquadra como um dos direitos essenciais estabelecidos pela Lei das S.A. Desde o controlador até o minoritário detentor de uma única ação, todos possuem o direito de receber parte dos lucros que a

²⁷⁰ ROBERT, Bruno. Direito do acionista de participação nos resultados. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.253.

sociedade produzir, afinal essa é a prerrogativa de se tornar sócio. Por isso, entende-se que é um direito subjetivo do acionista²⁷¹.

Importante destacar que, quando se fala em direito à participação nos lucros, não devemos nos restringir apenas aos dividendos obrigatórios. Tanto os dividendos intermediários, os dividendos intercalares, quanto os juros sobre capital próprio são formas de dividir o resultado da companhia com os seus sócios.

A distribuição dos dividendos deve ser efetuada com base nas demonstrações financeiras da companhia e deve considerar o lucro líquido ajustado, ou seja, descontado o imposto de renda e demais participações conforme elencadas na Lei das S.A. Na hipótese de incompatibilidade com a situação financeira da companhia justificada pela administração e analisada pelo conselho fiscal (se instalado), a Lei das S.A. autoriza a não distribuição de dividendos aos seus acionistas²⁷². Nesse caso, mesmo havendo lucro distribuível, podem os acionistas aprovar a sua retenção ou a sua destinação a uma reserva específica²⁷³.

De acordo com o artigo 202 da Lei das S.A., as companhias devem distribuir dividendos obrigatórios representativos da parcela de lucro que está prevista em seu estatuto ou, no caso de omissão, equivalente à metade do lucro líquido. No caso de alteração estatutária desta matéria, as companhias deveriam passar a prever porcentagem de, no mínimo, 25% do lucro líquido. Ainda, no caso de companhias com ações preferenciais, é possível a determinação pelo estatuto social de dividendos fixos ou mínimos.

Os dividendos intermediários são aqueles distribuídos com base em lucro auferido em exercício anterior, cujas demonstrações financeiras já foram aprovadas pelos acionistas. Já os dividendos intercalares se baseiam no lucro verificado em balanço ainda não aprovado pela assembleia geral²⁷⁴. Deve o estatuto social estabelecer a periodicidade de levantamento dos balanços e, conseqüentemente, de distribuição de dividendos. Os juros sobre capital próprio,

²⁷¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969, p.305.

²⁷² Artigo 202 [...] §4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

²⁷³ É o que ocorreu com a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras em relação à aprovação das contas do exercício social de 2014. Em 2014, a Petrobras registrou prejuízo de R\$21,6 bilhões e, mesmo havendo saldo em reservas de lucro suficiente para remunerar os preferencialistas – equivalente a R\$104 bilhões –, a proposta da administração foi no sentido de não aprovar a distribuição de dividendos em razão das dificuldades pelas quais a empresa estava passando, principalmente decorrentes da reavaliação contábil de diversos ativos e do envolvimento com corrupção, a qual foi aprovada pela maioria dos acionistas presentes à assembleia. Vale destacar que o controlador da Petrobras é a União, detentora de um pouco mais de 50% de suas ações ordinárias e que, portanto, possui a prerrogativa de aprovar individualmente essa matéria. (YOKOI, Yuki. As ciladas dos dividendos. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.142, 2015, p.18-22).

²⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.3. São Paulo: Saraiva, 2009, p.870-871).

por sua vez, foram instituídos pela Lei nº9.249, de 26 de dezembro de 1995, e podem ser distribuídos em conformidade com o disposto no estatuto da companhia.

Importante mencionar, como bem elucidado por Tullio Ascarelli, que

o direito dos acionistas ao lucro da sociedade é distinto do direito à cobrança dos dividendos. O primeiro diz respeito aos limites da soberania da assembleia que não pode ilidir os direitos fundamentais do acionista; o segundo constitui um direito de crédito do acionista contra a sociedade.²⁷⁵

Ou seja, há uma diferença entre o direito expectativo aos dividendos – que ocorre antes da própria constituição do lucro – e o direito expectado, conforme explica Luiz Gastão Paes de Barros Leães:

Há que se manter, por certo, perfeitamente distintos o direito à periódica distribuição dos lucros e os direitos aos dividendos já deliberados, ao qual, de maneira uniforme, a doutrina reconhece a natureza de direito de crédito, enquanto o primeiro não fruiria nem de natureza de direito de crédito nem de direito obrigacional, mas de direito pessoal corporativo.

O direito do acionista ao dividendo é direito expectativo (“spes debitum ire”): em havendo lucro, fixado pelo balanço de exercício, e determinado a assembleia-geral o “quantum” e a maneira de sua distribuição (caso os estatutos já o não tenham feito), deixa de haver direito expectativo para nascer o direito expectado ao dividendo.²⁷⁶

Ainda de acordo com Tullio Ascarelli, a respeito do que ocorre com a transferência de ações,

podem as partes ajustar também o que respeita ao pagamento dos dividendos. Na falta de ajuste é usual serem as ações vendidas com exclusão dos dividendos (“ex”, como se diz em linguagem bolsística com referência ao fato de serem vendidas “ex” cupão) desde que a venda seja posterior ao anúncio de pagamento dos dividendos.²⁷⁷

Feitas as considerações acima, nos perguntamos quem seria o titular do direito ao recebimento dos dividendos no âmbito de um empréstimo de ações. O doador, ao transferir temporariamente suas ações, ainda permanecerá com esse direito? Ou a titularidade passaria ao tomador? A depender do tipo de empréstimo contratado, essa situação pode ser alterada. Vale destacar que, perante a companhia, o titular do direito será sempre aquele que detiver a posição acionária.

Se estivermos tratando de um empréstimo privado, contratado sem a intervenção da BM&FBOVESPA, as partes podem estabelecer o que melhor entenderem a respeito do recebimento de dividendos. Estas disposições serão válidas entre si e não oponíveis à

²⁷⁵ ASCARELLI, Tullio. **Ensaio e Pareceres**. Distribuição dos dividendos e direitos dos acionistas. São Paulo: Saraiva, 1952, p.176.

²⁷⁶ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969, p.309-310.

²⁷⁷ ASCARELLI, Tullio. **Ensaio e Pareceres**. Distribuição dos dividendos e direitos dos acionistas. São Paulo: Saraiva, 1952, p.177-178.

companhia. É mais usual, entretanto, convencionar que os dividendos ou juros sobre capital próprio declarados ou pagos posteriormente ao empréstimo sejam de titularidade do tomador. Isso porque no empréstimo privado não existe um mecanismo que permita creditar automaticamente o valor distribuído em favor do doador.

De forma diferente ocorre no empréstimo BTC. Nesse caso, o doador permanece com o direito ao recebimento dos lucros eventualmente distribuídos pela sociedade e o próprio sistema BTC se encarrega de realizar esse pagamento:

Formalmente, no aluguel, o doador deixa de ser o titular dos ativos e não recebe o provento da companhia. No entanto, o sistema BTC se encarrega de reembolsar o doador na mesma data e no mesmo montante, como se os ativos ainda estivessem custodiados em seu nome. Isso é, faz um crédito financeiro correspondente ao provento já ajustado às suas condições fiscais na data estipulada pela companhia emissora. Por outro lado, o sistema BTC debita o tomador nas mesmas bases (montante financeiro e data). Note que os valores distribuídos pela companhia emissora reembolsados ao doador são considerados restituição do valor alugado originalmente, e não rendimento, portanto não são tributados.²⁷⁸

Assim, podemos concluir que com a transferência das ações por meio do empréstimo, o tomador passa, em regra, a ser o titular do direito ao recebimento de lucros distribuídos pela sociedade, exceto se o empréstimo ocorrer no ambiente do sistema BTC. Nesse último caso, embora se reconheça que, formalmente, o doador deixe de possuir esse direito com o empréstimo de ações, o próprio sistema atua no sentido de reembolsar o doador no montante a que teria direito caso o empréstimo não existisse. Essa é, sem dúvida, uma forma de fomentar as operações de empréstimo utilizadas pela BM&FBOVESPA, uma vez que garante ao doador o *status quo* de acionista no que diz respeito à distribuição de lucros.

6.1.2 Participação no acervo em caso de liquidação

O segundo direito elencado no artigo 109 da Lei das S.A. como essencial a todos os acionistas de uma sociedade por ações é o direito à participação no acervo em caso de liquidação.

Ora, a liquidação ocorre no momento subsequente à dissolução da sociedade, cujas hipóteses estão previstas no artigo 206 da Lei das S.A.²⁷⁹. O resultado da dissolução é o

²⁷⁸ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br#13>. Acesso em: 16 jun.2015.

²⁷⁹ Artigo 206. Dissolve-se a companhia: I – de pleno direito: a) pelo término do prazo de duração; b) nos casos previstos no estatuto; c) por deliberação da assembleia-geral (artigo 136, número VII); c) por deliberação da assembleia-geral (artigo 136, X); d) pela existência de 1 (um) único acionista, verificada em assembleia-geral ordinária, se o mínimo de 2 (dois) não for

encerramento das atividades desempenhadas pela sociedade e, conseqüentemente, a devolução dos investimentos realizados pelos seus acionistas no decorrer de sua existência. Uma vez dissolvida, a companhia deve resolver suas pendências, ou seja, deve proceder à realização do ativo e à satisfação do passivo²⁸⁰. A partilha do acervo líquido entre os acionistas ocorre, em regra, ao término de todos os procedimentos que a sociedade deve realizar junto a seus credores e devedores, ou seja, após a solução de todas as suas pendências. No entanto, como aponta Fábio Ulhoa Coelho, “a assembleia geral da sociedade liquidanda pode autorizar rateios entre os acionistas, na medida em que se realiza o produto da venda dos seus bens, desde que já atendidos os direitos dos credores (art.215).”²⁸¹

O valor a ser pago aos acionistas corresponde ao valor patrimonial da ação. No entanto, cabe observar que é possível estabelecer previsão estatutária de vantagem a uma determinada espécie ou classe de ação, o que cria uma diferença entre os valores a serem recebidos pelos diferentes acionistas. Uma vez pagos os acionistas, não há mais uma relação jurídica entre eles e a sociedade, pois as ações já foram reembolsadas. Assim, a companhia providenciará a sua baixa perante os órgãos públicos aplicáveis.

Tendo em vista as características aqui apresentadas sobre o direito à participação no acervo líquido da sociedade por ações, é necessário entendermos a quem pertence a titularidade desse direito no âmbito de um empréstimo de ações.

Como o titular da ação perante a companhia é o tomador ou o terceiro para quem a ação emprestada foi vendida, a eles cabe o reembolso da ação. Em relação ao contrato de empréstimo registrado no BTC, caso o tomador exerça o referido direito não será possível proceder à devolução das ações em decorrência da indisponibilidade para recompra. Assim, a Câmara de Ações determinará a realização da liquidação financeira da operação.

Ainda, caso seja do interesse dos doadores, eles podem terminar antecipadamente o contrato após a aprovação da dissolução em assembleia geral e fazer jus diretamente ao reembolso das ações. Em relação aos contratos com cláusula de liquidação antecipada, o doador deverá solicitar a liquidação, por meio do sistema BTC. Nos contratos sem cláusula de liquidação antecipada, o doador deverá solicitar a alteração do contrato no sistema BTC. A alteração para a liquidação antecipada está condicionada, no entanto, à aceitação pelo

reconstituído até a do ano seguinte, ressalvado o disposto no artigo 251; e) pela extinção, na forma da lei, da autorização para funcionar; II – por decisão judicial: a) quando anulada a sua constituição, em ação proposta por qualquer acionista; b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; c) em caso de falência, na forma prevista na respectiva lei; III – por decisão de autoridade administrativa competente, nos casos e na forma previstos em lei especial.

²⁸⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.320.

²⁸¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.320-321.

tomador. Não nos parece, nesse caso, que o tomador criaria óbices para a devolução antecipada da ação, uma vez que a companhia deixará de existir.

No contrato de empréstimo privado, as partes são livres para estabelecer outras condições, desde que nos termos da lei. Caso não tenha previsão a esse respeito, o tomador receberia o valor pago pela sociedade em relação às ações emprestadas e, posteriormente, repassaria ao doador. Faria sentido, no entanto, incluir como hipótese de liquidação antecipada da operação a aprovação de dissolução da sociedade, o que faria com que as ações emprestadas retornassem ao doador.

6.1.3 Direito à fiscalização

Os sócios de uma companhia, através das medidas e de acordo com as condições definidas na Lei das S.A., têm direito à sua fiscalização. Conforme aponta Luis Felipe Spinelli,

o direito de fiscalização é importante para prevenir e reprimir desvios por parte dos acionistas (especialmente por parte do controlador) e dos administradores (e eventuais outros colaboradores), funcionando como importante mecanismo para reduzir a extração de benefícios privados do poder de controle e garantir uma boa administração da sociedade.²⁸²

Trata-se de um direito essencial, não podendo ser de forma alguma desconsiderado, diminuído ou renunciado, seja pelo estatuto, pela assembleia ou pelo próprio acionista.

No entanto, o acionista não é livre para determinar o meio pelo qual exercerá o referido direito. Os meios são pré-definidos pela lei, o que permite estabelecer um equilíbrio entre as relações de poder. Se ficasse a critério do acionista a maneira pela qual faria valer sua prerrogativa de fiscalizar, sem dúvida alguma as companhias teriam de enfrentar diversas situações de abuso de direito.²⁸³ Assim, não pode o acionista assistir às reuniões de diretoria, inspecionar o estabelecimento empresarial, controlar o estoque da companhia, dentre outros, sob o pretexto de estar empregando o seu direito de fiscalização.²⁸⁴ Como aponta Waldirio Bulgarelli a respeito do direito à fiscalização:

²⁸² SPINELLI, Luis Felipe. Direito de fiscalização. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.161.

²⁸³ Assim, na linha de evitar custos futuros de transação para a sociedade, conforme se depreende da análise econômica do direito, o ideal é determinar *ex ante* e por meio de aparato legal, quais são os meios legítimos para utilização pelos acionistas.

²⁸⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.322.

Trata-se, sem dúvida, de um dos direitos mais importantes do acionista, permitindo, tal sejam os meios concedidos para isso, manter-se a par da marcha da sociedade, acompanhando suas vicissitudes.

Claro está que na sociedade anônima, modelo jurídico concedido para um grande número de associados, a fiscalização dos negócios sociais não pode ser feita nas mesmas condições das sociedades ditas de pessoas, em que os sócios, em comunhão diuturna, podem acompanhar informalmente a vida societária, sem perturbá-la.²⁸⁵

Os meios para exercer a fiscalização são: (I) funcionamento do conselho fiscal, (II) acesso aos livros da sociedade, (III) participação nas assembleias gerais, em especial na assembleia geral ordinária, (IV) auditoria independente, e (V) acesso às informações relativas a fatos relevantes, operações realizadas pelos administradores, demonstrações financeiras e outras informações requeridas pela CVM em relação a companhias abertas. Vejamos, brevemente, em que medida os acionistas podem se valer de cada um desses meios.

O conselho fiscal é um órgão destinado à fiscalização da administração da sociedade, especificamente no tocante às contas e à legalidade dos atos de gestão, que é eleito pela e subordinado à assembleia geral. A sua existência é obrigatória em todas as sociedades por ações, no entanto seu funcionamento, a depender do que dispuser o estatuto, poderá ser permanente ou não. Assim, nas companhias em que o conselho fiscal não é permanente, é necessário o requerimento de sua instalação em assembleia por acionistas representando 10% das ações ordinárias ou 5% das ações sem direito a voto. Importante destacar que nas sociedades de economia mista, nos termos do artigo 240 da Lei das S.A., seu funcionamento será permanente. Ele funciona em períodos anuais, o que significa que anualmente haverá uma eleição para a escolha de sua composição, no caso dos órgãos permanentes, ou seus membros permanecem em seus cargos até a primeira assembleia geral ordinária após a sua instalação. O conselho fiscal deve ser formado por, no mínimo, três, e, no máximo, cinco membros. Os acionistas sem direito a voto ou com voto restrito têm direito de eleger um membro efetivo e seu suplente, e os ordinaristas que representam, em conjunto, 10% das ações com direito a voto também têm o mesmo direito.

A respeito deste órgão, Nelson Eizirik opina que “o conselho fiscal pode constituir elemento de fiscalização eficaz, desde que sua atuação seja, de fato, independente, o que, infelizmente, não é a regra em nossa prática empresarial.”²⁸⁶ É do entendimento da CVM que os membros do conselho fiscal devem ter acesso a todas as informações que possam

²⁸⁵BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**: (de acordo com a reforma da Lei nº6.404/76). Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p.81.

²⁸⁶EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.598.

influenciar na apreciação das demonstrações financeiras²⁸⁷. Importante mencionar que, além das demonstrações financeiras e da fiscalização dos atos da administração, o conselho fiscal deve se manifestar em relação às matérias específicas previstas do artigo 163 da Lei das S.A. que dependem da deliberação da assembleia geral, tais como o aumento de capital e a emissão de debêntures. Ainda, a pedido de acionistas representantes de, pelo menos, 5% do capital social da companhia, o conselho fiscal deverá fornecer-lhes informações sobre as matérias de sua competência²⁸⁸. Compete-lhe, ainda, convocar a assembleia geral ordinária na hipótese de inércia da administração.

O acesso aos livros sociais é um instrumento previsto no artigo 105 da Lei das S.A.²⁸⁹, o qual estabelece, para tanto, três requisitos: (I) a exibição deverá resultar de uma ordem judicial, ou seja, o acionista deve entrar com uma ação judicial para ter acesso aos livros; (II) para entrar com essa ação é necessário que o(s) acionista(s) represente(m), no mínimo, 5% do capital social; e (III) é necessário que o acionista aponte uma violação da lei ou do estatuto, ou que a ação seja fundada em suspeita de graves irregularidades. Cabe mencionar que, nos termos do artigo 291 da Lei das S.A., pode a CVM reduzir o percentual referido nas companhias abertas e fixar uma escala em função do capital social, o que não ocorreu até os dias de hoje. Como ressalta Fábio Ulhoa Coelho, “esse instrumento de exercício do direito de fiscalização é bastante improfícuo, porque raramente a escrituração da companhia dará ensejo à produção de prova inequívoca de violação à lei ou estatuto, ou de grave irregularidade.”²⁹⁰

A participação nas assembleias tende a ser, a nosso ver, um dos meios mais eficazes de se materializar o direito à fiscalização. Especialmente na assembleia geral ordinária, em que se delibera sobre as contas da administração e as demonstrações financeiras da companhia, o acionista tem acesso a diversos documentos que permitem uma análise do desempenho da companhia e de sua saúde financeira. Esses documentos estão previstos no artigo 133 da Lei

²⁸⁷ “Em outras palavras: em princípio, para examinar e emitir sua opinião sobre as demonstrações consolidadas, o conselheiro fiscal deve ter acesso às mesmas informações e documentos aos quais a controladora e seus respectivos administradores tiveram acesso para elaborar as demonstrações da Cataguazes – isto é, aos balancetes e demonstrações financeiras das controladas e demais informações utilizadas, sem prejuízo de outras informações ou outros esclarecimentos que eventualmente não tenham sido acessados pela controladora e que, no caso concreto, se mostrem fundamentais para a emissão de sua opinião”. (Voto do Diretor-Relator Sérgio Weguelin proferido no Processo Administrativo CVM nºRJ 2005/2734. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4718-0.pdf>. Acesso em: 09 nov.2015).

²⁸⁸ Artigo 163 [...] §6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.

²⁸⁹ Artigo 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

²⁹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.323.

das S.A.²⁹¹ e devem ser colocados à disposição dos acionistas com, no mínimo, um mês de antecedência à data da realização da assembleia. Importante destacar que, na assembleia geral ordinária, os acionistas têm a oportunidade de questionar e solicitar esclarecimentos aos administradores (ou ao menos um deles, presente na assembleia), membros do conselho fiscal (ou ao menos um deles, presente na assembleia) ou ao auditor independente, se houver, nos termos do artigo 134, §1º, da Lei das S.A.

A auditoria independente é obrigatória para as companhias abertas e sociedades de grande porte (artigo 3º da Lei nº11.638/2007). Consiste na revisão das demonstrações financeiras preparadas pela auditoria interna da companhia por uma entidade especializada e não vinculada. O auditor, após esse exame, dá seu parecer em relação à adequação dos valores e das divulgações apresentadas pela companhia em determinado período aos dispositivos legais e princípios contábeis, o que confere certa credibilidade à documentação. Além disso, o auditor independente deve ter um representante na assembleia geral ordinária para atender a pedidos de esclarecimentos dos acionistas, os quais não podem deixar de ser respondidos sob pena de ficar caracterizado cerceamento de direito do acionista.

Finalmente, o dever de *disclosure* dos administradores e o direito subjetivo à informação dos acionistas é um importante instrumento de fiscalização, especialmente em relação às companhias abertas²⁹². Esse meio de fiscalização nada mais é do que o direito dos acionistas à informação²⁹³. A esse respeito, Nelson Eizirik argumenta:

O direito à informação funciona como instrumento para o efetivo exercício do direito à fiscalização conferido aos acionistas da companhia, já que, para fiscalizar, os acionistas devem ter razoável conhecimento sobre os negócios da sociedade. A propósito, fiscalizar o desconhecido é impossível.²⁹⁴

Primeiramente, vale destacar que a Lei das S.A. confere a prerrogativa de acionistas representando mais de 5% do capital social de uma companhia aberta requererem, em assembleia, a divulgação das seguintes informações: (I) o número dos valores mobiliários de

²⁹¹ Artigo 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: I – o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; II – a cópia das demonstrações financeiras; III – o parecer dos auditores independentes, se houver; IV – o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e V – demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

²⁹² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.601.

²⁹³ “Além de sua instrumentalidade no tocante ao exercício de outros direitos, o direito à informação é associado intimamente (enquanto uma condição necessária) ao direito à fiscalização, consagrado expressamente como um direito essencial na legislação societária pátria. Se é bem verdade que persiste importante distinção entre as noções de informação e fiscalização, por outro lado, não se pode negar que o direito de fiscalização, em sentido amplo, abrange o direito à informação”. (PITTA, Andre Grunspun. O direito do acionista à informação. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.168-169).

²⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.596.

emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; (II) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (III) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; (IV) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; (V) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia²⁹⁵.

Ainda, de acordo com o artigo 157, §4º, da Lei das S.A.²⁹⁶ e o artigo 2º da Instrução CVM 358, é obrigação do diretor de relações com investidores comunicar à bolsa de valores e à CVM, bem como divulgar ao mercado, qualquer deliberação da assembleia ou dos órgãos da administração, ou fato relevante ocorrido em seus negócios que possa influir de modo ponderável (I) na cotação dos valores mobiliários de sua emissão ou a eles referenciados, (II) na decisão dos investidores de negociar ou manter tais valores mobiliários ou (III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Ainda, devem os administradores divulgar para a companhia aberta a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas. A companhia, por meio de seu diretor de relações com investidores, fica obrigada a divulgar essa informação ao mercado.

Conforme mencionado, previamente à realização da assembleia geral ordinária, os administradores devem disponibilizar uma série de documentos em relação ao exercício social encerrado para que os acionistas tenham condições de fundamentar sua decisão a respeito da aprovação das contas. O mesmo vale para as assembleias gerais extraordinárias, ou seja, é obrigação da companhia e de seus administradores a apresentação da documentação pertinente às matérias que serão deliberadas em assembleia na data do primeiro anúncio de convocação²⁹⁷. Isso porque, para exercerem o direito de voto, é necessário que os acionistas

²⁹⁵ Artigo 157, *caput* e §1º, da Lei das S.A.

²⁹⁶ Artigo 157 [...] §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

²⁹⁷ Artigo 135 [...] §3º Os documentos pertinentes à matéria a ser debatida na assembléia-geral extraordinária deverão ser postos à disposição dos acionistas, na sede da companhia, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembléia-geral.

tenham conhecimento das matérias que serão abordadas. Essa obrigação é aplicável tanto às companhias abertas como as fechadas.

Além de todas essas prerrogativas legais, importa mencionar que a CVM exige das companhias abertas a disponibilização de várias informações periódicas e eventuais no intuito de primar pela transparência e zelar para que não só os acionistas, mas o mercado como um todo, tenha acesso a informações que possam servir de instrumento para verificar o desempenho e os objetivos da companhia. Esse tipo de informação é útil para o exercício de voto pelo acionista ou mesmo para a orientação do investidor a respeito da aquisição, venda ou manutenção de participação acionária.

Após verificarmos em que consiste o direito à fiscalização e analisarmos os meios possíveis para exercê-lo, resta-nos entender a quem cabe o seu exercício uma vez realizado o empréstimo de ações. Tendo em vista que o empréstimo transfere a propriedade das ações do doador para o tomador, o qual passa a ser o titular das ações perante a sociedade, a legitimidade para o exercício do direito à fiscalização da sociedade também deve considerar essa nuance.

Embora o doador não tenha perdido seu interesse no bom funcionamento da companhia, uma vez que retornará ao seu *status quo ante* com o encerramento da operação, ao transferir suas ações ele perde a legitimidade para (I) participar e votar nas assembleias gerais, bem como solicitar esclarecimentos para os administradores, membros do conselho fiscal ou auditor independente acerca das informações financeiras, (II) requerer a instalação do conselho fiscal e/ou participar da votação de seus membros, e (III) entrar com uma ação judicial requerendo o acesso aos livros sociais. Cabe, portanto, ao tomador – se não tiver alienado as ações emprestadas – ou ao novo titular das ações exercer as prerrogativas de fiscalização. Em relação ao exame das demonstrações financeiras pela auditoria independente, consubstanciado em um parecer, e às informações que a companhia e os administradores têm obrigação de divulgar ao mercado, é claro que o doador perde a condição de titular do direito subjetivo desta relação jurídica, mas acaba usufruindo das suas benesses. Tendo em vista que essas informações devem ser amplamente disseminadas pelas companhias abertas, tanto doador quanto tomador terão livre acesso ao seu conteúdo. Contudo, o doador ficará impossibilitado de utilizá-las para outro fim senão o meramente informativo ou para a aquisição de novas ações.

Importante destacar que não existem diferenças de tratamento, nesse caso, em relação aos empréstimos registrados no BTC e os privados, uma vez que não há um mecanismo

próprio estabelecido pela BM&FBOVESPA para que o doador efetive seu direito ativo de fiscalização.

6.1.4 Direito de preferência

O direito de preferência na subscrição de novas ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição tem por objetivo conferir aos acionistas a preservação da posição acionária por eles detida no momento imediatamente anterior à emissão dos valores mobiliários, preservando seus direitos econômicos e políticos. Conforme aponta Modesto Carvalhosa:

Trata-se de faculdade legal reservada aos acionistas de subscreverem, com vantagem de ordem, novas ações emitidas pela companhia, mediante subscrição em dinheiro, bens ou direitos, nos limites correspondentes à posição acionária de que sejam titulares.²⁹⁸

Como direito essencial que é, não pode ser de forma alguma desconsiderado. O simples fato de ser titular de ações na data de corte determinada pela companhia é suficiente para configurar a possibilidade de seu exercício. Poderá, no entanto, ser renunciado no momento de seu exercício, ou seja, o acionista não fica obrigado a exercê-lo.

Como explica Ivo Waisberg,

trata-se de evolução legislativa que teve sua origem provável nos estatutos da Companhia das Índias no século XVIII. No Direito Brasileiro, embora não tenha sido positivado até 1940, sua vasta utilização estatutária pelas sociedades anônimas justificou sua inserção legislativa como um direito essencial dos acionistas no Decreto-Lei nº2.627/40, que regulamentou a sociedade por ações.²⁹⁹

Interessante notar, porém, que são poucas as legislações societárias mais avançadas que o impõe como um direito essencial, impassível de ser excluído ou modificado pelo estatuto; a própria legislação norte-americana não possui essa previsão legal³⁰⁰.

Vejamos o caso de um aumento de capital privado, aquele voltado para a base acionária da companhia, sem a entrada de novos recursos por meio de oferta pública. A sua mecânica está prevista no artigo 171 da Lei das S.A., onde fica claro de antemão que é necessário conferir a todos os acionistas da emissora o direito de subscrever novas ações a

²⁹⁸CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.3. São Paulo: Saraiva, 2009, p.569.

²⁹⁹ WAISBERG, Ivo. Direito de preferência na subscrição de ações. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.207-208.

³⁰⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.603.

serem emitidas na proporção da participação acionária que eles detêm. Em relação às companhias que possuem somente ações ordinárias, a matemática é muito simples para se chegar nessa razão: divide-se o total de ações a serem emitidas pelo total de ações existentes; o resultado será a quantidade de ações que poderá ser subscrita para cada ação detida. No caso das companhias que possuem mais de uma espécie/classe de ações, é necessário verificar se o aumento será proporcional em relação às espécies/classes existentes ou não. Caso seja proporcional, os acionistas poderão subscrever ações na mesma proporção da espécie/classe que possuem (artigo 171, §1º, “a”) e o cálculo acima também deverá ser efetuado, mas voltado a cada espécie/classe. Se o aumento não for proporcional, a preferência será exercida sobre as espécies/classes detidas, e se estenderá às demais se aquelas forem insuficientes para assegurar a mesma proporção que os acionistas tinham antes do aumento (artigo 171, §1º, “b”). Se o aumento, por sua vez, for de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista terá preferência sobre todas as espécies/classes emitidas no aumento (artigo 171, §1º, “c”).

Uma vez aprovado o aumento de capital em assembleia geral extraordinária ou reunião do conselho de administração – a depender do que dispõe o estatuto social e da existência de capital autorizado –, a companhia deverá dar o prazo estabelecido no estatuto social, não inferior a 30 dias, para que os acionistas então se manifestem em relação à subscrição. Nesse período, pode também o acionista que não desejar participar do aumento de capital ceder seu direito de preferência a um terceiro – acionista ou não da companhia – de forma gratuita ou onerosa. Após o período para exercício do direito de preferência, se restarem ações não subscritas, a companhia poderá rateá-las entre os subscritores interessados ou vendê-las em bolsa.

O mesmo se aplica aos demais valores mobiliários mencionados, ou seja, após a aprovação societária relativa à emissão, deve ser concedido o prazo estatutário, não inferior a 30 dias, para que os acionistas subscrevam a debênture conversível, a parte beneficiária conversível ou o bônus de subscrição na proporção de sua participação no capital social. Se houver sobras, a mecânica será a mesma, podendo ser rateadas entre os interessados ou vendidas em bolsa. Vale destacar que não há que se falar em direito de preferência no momento da conversão da debênture ou da parte beneficiária em ação, ou do exercício do bônus de subscrição, os quais ocorrerão necessariamente por meio da realização de um aumento de capital, pois tal direito já foi concedido à base acionária no momento da aprovação da emissão dos valores mobiliários. O mesmo se aplica à outorga ou exercício de

opção de compra de ação. É exatamente isso o que determina o artigo 171, §3º, da Lei das S.A.

Contudo, importante mencionar que se estivermos tratando de um aumento de capital por meio de subscrição pública, ou seja, com a realização de uma oferta pública para a entrada de novos investidores, é possível a exclusão ou redução do prazo do direito de preferência nos termos do disposto no artigo 172 da Lei das S.A., desde que o estatuto social preveja expressamente essa possibilidade, bem como a existência de capital autorizado. Essa flexibilidade está, sem dúvida alguma, alinhada com a celeridade necessária para se realizar uma oferta pública.

A possibilidade de exclusão ou redução do prazo para o exercício do direito de preferência também é válida no caso de aumento de capital para permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos artigos 257 e 263 da Lei das S.A. Essa hipótese ocorre no contexto de uma oferta pública para aquisição do controle de companhia aberta, quando uma companhia deseja permutar ações de sua emissão – a serem emitidas no referido aumento de capital – por ações de outra companhia que lhe permitam, então, obter o seu controle. Ainda, o parágrafo único do artigo 172 da Lei das S.A. determina que o estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

Interessante destacar a opinião de Nelson Eizirik sobre o fato de o direito de preferência ser um direito essencial:

O direito de preferência para a subscrição de valores mobiliários negociados no mercado constitui um fator inibidor para o seu desenvolvimento, uma vez que reduz as possibilidades de novos investidores subscreverem os títulos e retarda o processo de capitalização das companhias.³⁰¹

O direito de preferência não deve ser confundido com a preferência para a aquisição de ações. O primeiro é um direito essencial de todo e qualquer acionista e envolve uma relação direta entre o acionista e a companhia; o segundo advém da celebração de um acordo entre acionistas, o qual, se arquivado na sede da companhia, terá efeito perante terceiros. A respeito dessa diferenciação, Ivo Waisberg explica:

Embora o direito de preferência para subscrição de ações e o direito de preferência para a aquisição de ações devam ser observados pela companhia, obedecidos os requisitos legais e, no segundo caso, contratuais, não devem ser confundidos. O

³⁰¹EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.604.

primeiro, a preferência para a subscrição de ações, visa somente a manutenção da posição acionária, ao passo que o segundo, a preferência para a aquisição, intenta proteger tanto a economicidade contratualmente prevista quanto, ainda, a *affectio societatis*.³⁰²

Pois bem, uma vez examinadas as principais características deste instituto, devemos nos ater à análise de como o exercício desse direito funciona no empréstimo de ações. Primeiro, vejamos o que ocorre no empréstimo de ações registrado no BTC. De acordo com a BM&FBOVESPA, há meios para que o doador exerça o direito de preferência:

O Investidor doador de Ativos deve comunicar à Câmara por meio de seu Agente de Custódia, dentro do prazo estabelecido, a intenção de exercer a subscrição de sua posição. Nessa hipótese, o Investidor tomador de Ativos terá as seguintes opções: a) repassar o direito de subscrição, quando for o caso, até D-3 da data limite de negociação dos direitos, ou b) de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo Investidor doador, comprar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes, a fim de entregá-los ao Investidor doador de Ativos. Os recursos referentes à subscrição serão debitados do Investidor doador de Ativos, por meio de seu representante, e repassados ao Investidor tomador de Ativos, por meio de seu representante, na mesma data da efetivação da subscrição no Serviço de Depositária da Câmara. O Investidor tomador de Ativos deverá, até o quarto dia útil seguinte à data da efetivação da subscrição, entregar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes ao Investidor doador de Ativos. No caso de sobras de subscrição, aplica-se o mesmo procedimento de manifestação do Investidor doador de Ativos e disponibilização dos recursos, observando, ainda, o procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo.³⁰³ (grifos nossos).

Assim, desde que comunique o desejo de exercer o direito de preferência dentro do prazo, o doador poderá fazê-lo, observadas as hipóteses previstas acima. Já em relação ao contrato de empréstimo privado, também é possível que as partes estabeleçam entre si um mecanismo para que o doador venha a exercer o referido direito, do contrário ele terá sido transmitido ao tomador. Ainda, se houver renúncia do doador ao exercício deste direito, e o tomador – na qualidade de titular das ações emprestadas – decidir subscrever novas ações da companhia, as novas ações por ele subscritas não serão devolvidas ao doador ao término da operação, uma vez que resultariam de uma decisão de investimento do tomador às custas exclusivamente de seu dispêndio financeiro.

³⁰² WAISBERG, Ivo. Direito de preferência na subscrição de ações. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.220-221.

³⁰³ BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015, p.95. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 10 nov.2015.

6.1.5 Direito de recesso

Sabemos que a decisão de investir em uma determinada companhia leva em consideração uma gama de circunstâncias e características, as quais, ao serem alteradas, podem desestimular a manutenção da participação acionária. O direito de recesso é classificado como um dos direitos essenciais aos acionistas de uma sociedade por ações justamente por assegurar-lhes a possibilidade de se retirarem da sociedade quando as “regras do jogo” forem alteradas. É claro que para ensejar o direito de recesso, tais mudanças devem realmente atingir a estrutura da companhia.

Ele teve origem no século XIX, com o Código Comercial Italiano de 1882³⁰⁴. Conforme aponta Trajano de Miranda Valverde, o instituto visa, ao mesmo tempo, proteger os minoritários e assegurar a continuidade da empresa³⁰⁵. Assim, caso discorde de certas deliberações assembleares, conforme previstas em lei ou no estatuto social, o acionista pode se retirar da sociedade e receber, em contrapartida, um valor como reembolso por suas ações.

Nota-se que o direito de recesso é um direito face à companhia. A obrigação de restituir o valor das ações é da sociedade em si. Os demais acionistas não estão de forma alguma vinculados a essa obrigação. Esse direito não deve ser confundido com as opções de compra ou venda estabelecidos em instrumentos celebrados entre acionistas, os quais preveem que, em determinadas hipóteses, um acionista fica obrigado a adquirir as ações detidas por outro ou a ele vender a sua participação.

De acordo com a Lei das S.A., as seguintes alterações podem desencadear o direito de recesso: (I) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto (artigos 136, I, e 137); (II) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida (artigos 136, II e 137); (III) redução do dividendo obrigatório (artigos 136, III, e 137); (IV) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra (artigos 136, IV, e 137); (V) participação em grupo de sociedades (artigos 136, V, e 137); (VI) mudança do objeto da companhia (artigos 136, VI, e 137); (VII) cisão da companhia (artigos 136, IX, e 137); (VIII) aprovação da inserção de convenção de

³⁰⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de recesso e a exigência da titularidade ininterrupta (artigo 137, §1º). In: COMPARATO, Fábio Konder; BAPTISTA, Luiz Olavo; SALOMÃO FILHO, Calixto. et al. **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.240.

³⁰⁵ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. v.II. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p.43.

arbitragem no estatuto social (artigo 136-A); (IX) transformação da sociedade por ações em limitada (artigo 221); (X) não abertura de capital no caso de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta (artigo 223); (XI) transferência do controle acionário para o poder público por meio de desapropriação (artigo 236); (XII) incorporação de ações (artigo 252); (XIII) aquisição de controle de sociedade comercial por companhia aberta (artigo 256).

A Lei das S.A. determina que, em relação aos itens (I) e (II) acima, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas. Em relação aos itens (IV) e (V), não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado; o mesmo se aplica aos itens (XII) e (XIII) acima. No caso do item (VII), somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: (a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; (b) redução do dividendo obrigatório; ou (c) participação em grupo de sociedades. Ainda, o direito de retirada previsto no item (VIII) acima não será aplicável (a) caso a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto social represente condição para que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação em segmento de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado que exija dispersão acionária mínima de 25% das ações de cada espécie ou classe; (b) caso a inclusão da convenção de arbitragem seja efetuada no estatuto social de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado, nos termos das alíneas “a” e “b” do inciso II do artigo 137 da Lei das S.A.

Podemos notar que todas as matérias que dão direito de retirada aos acionistas dissidentes constituem alterações que impactam no retorno do investimento esperado, no setor de atuação da companhia investida, na participação acionária que passa a ser detida em outra sociedade, nos objetivos da sociedade, nos direitos e deveres dos sócios ou na relação estabelecida com a sociedade³⁰⁶. Ou seja, são mudanças que estão, muitas vezes, no cerne da motivação do acionista quando decidiu investir naquela companhia. A inexistência dessa previsão faria com que os acionistas ficassem presos a uma sociedade que não mais acreditam, não lhes desperta o interesse. A esse respeito, José Luiz Bulhões Pedreira comenta:

A lei somente prevê direito de retirada em alguns casos expressos, de deliberações que modificam de modo fundamental a organização da companhia ou os direitos de participação dos acionistas, porque o reembolso de ações põe em risco a continuidade e viabilidade do funcionamento da empresa, cuja preservação é – por motivos de interesse geral, econômico e social – um dos principais objetivos da lei.

³⁰⁶ NUNES, Marcelo Guedes. Direito de recesso nas sociedades anônimas. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.334-350.

O direito de retirada é, portanto, excepcional, e por ser capaz de prejudicar o interesse geral há de ser interpretado de modo estrito.³⁰⁷

Para exercer o direito de retirada, o acionista deve apresentar à companhia uma comunicação nesse sentido dentro do prazo legal previsto para cada uma das possibilidades acima. A partir dessa decisão, o acionista deverá ser reembolsado pela companhia, nos termos do artigo 45 da Lei das S.A. O estatuto social da companhia pode determinar como será calculado o valor do reembolso, no entanto este somente será inferior ao valor patrimonial líquido do último balanço aprovado se for determinado com base no valor econômico da companhia. Em regra, o valor econômico das companhias costuma ser bem superior ao seu valor patrimonial, de modo que o reembolso tende a ser calculado com base neste último.

Uma vez verificadas as principais características desse direito, analisaremos o comportamento do direito de recesso em relação às figuras do doador e do tomador na operação de empréstimo de ações por meio do caso abaixo.

6.1.5.1 Caso Oi

Em 2011, tivemos, sem dúvida, a mais importante discussão prática envolvendo a operação de empréstimo de ações no Brasil e as consequências dos direitos de acionistas que dela decorrem. Em razão de sua repercussão e magnitude, a reorganização societária de um importante grupo da área de telecomunicações levou muitos investidores a questionarem quais seriam os direitos conferidos às figuras dos doadores e tomadores do empréstimo de ações.

A mencionada reorganização societária envolveu as companhias abertas Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A., intituladas Companhias Oi, e as seguintes operações: (I) bonificação de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da Brasil Telecom, (II) cisão da Telemar e incorporação da parcela cindida pela Coari, (III) incorporação de ações da Telemar pela Coari, (IV) incorporação da Coari pela Brasil Telecom, (V) incorporação da Tele Norte Leste pela Brasil Telecom. As operações de cisão, incorporação e incorporação de ações ensejariam o direito de recesso aos acionistas da Telemar, Coari e Tele Norte Leste, o qual somente seria exercido em relação às ações detidas pelos acionistas, ininterruptamente, desde 23 de maio de 2011 (data imediatamente anterior à primeira divulgação da reorganização societária) até a

³⁰⁷PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** v.II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p.326.

data do exercício do direito. A reorganização era voltada à simplificação da estrutura societária do grupo formado pelas empresas.

Em dezembro de 2011, dois acionistas da Telemar Norte Leste efetuaram uma reclamação à CVM acerca da reorganização societária das Companhias Oi, dando origem ao Processo CVM nºSP 2011/0304. Os reclamantes alegaram que

(I) a inexistência de regras claras sobre os direitos e as obrigações envolvidos nas operações de ‘empréstimo’, (II) a forma pela qual este serviço é oferecido ao mercado, e (III) a maneira pela qual a BM&FBOVESPA expediu as suas regras, acabaram por criar legítimas expectativas de que os acionistas que ‘emprestaram’ suas ações poderiam exercer eventual direito de recesso.³⁰⁸

Desejavam, ainda, que fossem aplicadas, de forma adaptada, as regras estabelecidas no Regulamento do BTC a respeito do exercício de direito de preferência na subscrição de novas ações, ou seja, que o tomador devolvesse os ativos ao doador para que esse pudesse se retirar ou que o doador pudesse exercer seu direito de retirada através do BTC.

Nas palavras de Otavio Yazbek, Diretor-Relator do processo envolvendo as Companhias Oi:

Ao tratar dos empréstimos, o argumento das Companhias Oi foi sempre o mesmo (deixados de lado aqueles de ordem mais material, acima referidos): o empréstimo de ações é caracterizado como mútuo; o regime jurídico do contrato de mútuo envolve a transferência de propriedade; e em consequência os doadores, naqueles contratos, deixaram em algum momento de ser proprietários das ações. Daí porque não caberia falar em propriedade ininterrupta e daí porque os mutuantes não fariam jus ao direito de recesso.

[...]

Vê-se, assim, que em nenhum caso existe uma fragmentação propriamente dita dos direitos detidos pelas partes – e em nenhum momento se obriga a companhia emissora a reconhecer a operação de empréstimo e dela retirar determinados efeitos. Da mesma maneira, em nenhum momento se questiona a transferência de propriedade das ações, que é, aliás, até reiterada (tanto que, em outro ponto, se assevera que o direito a voto eventualmente existente é do tomador do empréstimo). O que se faz na verdade, por meio de uma hábil estratégia, é incorporar, nas regras do BTC, mecanismos que permitem que se mantenha, para diversos efeitos, aquela exposição econômica do doador ao título emprestado. E dentre os eventos relacionados no trecho em questão e em outros documentos da Bolsa não se encontra nada que faça referência ao direito de recesso – este não é nem mesmo abrangido por aqueles mecanismos.³⁰⁹ (grifos nossos).

Nesse sentido, acompanhando o voto do Diretor-Relator, o Colegiado da CVM negou o pleito dos acionistas reclamantes e entendeu que o direito de recesso não seria aplicável àqueles que tinham suas ações emprestadas quando da divulgação do primeiro fato relevante

³⁰⁸ Conforme relatório do Processo CVM nºSP 2011/0304. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>. Acesso em: 19 out.2015.

³⁰⁹ Conforme relatório do Processo CVM nºSP 2011/0304. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>. Acesso em: 19 out.2015.

acerca da reorganização societária ou após esse evento, uma vez que não estariam cumprindo com o requisito de manutenção ininterrupta da titularidade das ações. Assim, de acordo com o entendimento da CVM, os doadores não possuem direito de recesso; os tomadores, por sua vez, se mantiverem a posição acionária que detinham na data de divulgação da operação que dará ensejo ao direito de recesso até a data da decisão assemblear, são os titulares de seu exercício.

No processo, fica claro pelo voto do Diretor-Relator Otavio Yazbek que a autarquia entende ser necessária a manutenção ininterrupta da titularidade das ações desde a data de divulgação do objeto da deliberação assemblear que dará direito de recesso aos acionistas – podendo ser o fato relevante ou o edital de convocação da assembleia geral, o que ocorrer primeiro – até a data da aprovação da assembleia. Do contrário, o acionista não estaria mais abarcado pelo direito de recesso. Essa é a interpretação extensiva dada ao disposto no artigo 137, §1º, da Lei das S.A.³¹⁰, o qual não menciona expressamente a obrigatoriedade de manter ininterruptamente a posição acionária³¹¹.

Fábio Ulhoa Coelho também compartilha desta opinião:

Insisto que o direito de recesso não é uma oportunidade de negócio, mas instituto jurídico destinado a equilibrar os múltiplos interesses exurgentes no seio do quadro acionário (esquematizados pelo conflito entre controladores e minoritários) e, como querem as teorias institucionalistas ou aproximadas, entre estes e os da própria sociedade.

Destina-se, portanto, o direito de recesso àquele que não se contenta em continuar sendo acionista de determinada companhia, após o anúncio de fato relevante capaz de alterar as bases essenciais do investimento que realizou; não se destina, com ênfase, aos que pretendem se apropriar da diferença entre o preço de cotação e o valor de reembolso, quando se verifica deste superar aquele.

Os investidores que adquirem ações *após* divulgado o fato relevante anunciando a proximidade de operação que transformará as bases essenciais do investimento, evidentemente manifestam, com a aquisição, a concordância em fazer parte de uma companhia com as novas características noticiadas. Eles não podem ter direito de recesso porque, ao adquirirem as ações, sabem que são emitidas por uma companhia em vias de ser transformada. Se não lhes agrada o perfil de empresa que se avizinha, simplesmente não devem realizar a aquisição.

³¹⁰ Artigo 137. [...] §1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

³¹¹ É esse também o entendimento de Luiz Antonio de Sampaio Campos: “Evitou-se, com isso, duas situações absolutamente perversas para a companhia aberta: (I) a transmissão do direito de recesso, que poderia ser negociado como um ativo; e (II) a possibilidade de se agravar o direito de recesso contra a companhia. Isto porque caso a Lei das S.A. não restringisse o recesso àquelas ações de que o acionista era titular naquela data, haveria o risco não só do acionista adquirir mais ações, para tornar o recesso mais oneroso, mas também o risco de que o acionista especulasse com as ações, transferindo-as, a qualquer título, inclusive para fazer o preço cair, para posteriormente adquirir outras ações para exercer o recesso e com isso tornar o recesso ainda mais lucrativo para si, agravando a situação da companhia.” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de recesso e a exigência da titularidade ininterrupta (artigo 137, §1º). In: COMPARATO, Fábio Konder; BAPTISTA, Luiz Olavo; SALOMÃO FILHO, Calixto. et al. **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.250).

É indiferente se este investidor – que adquiriu ações *após* o anúncio da futura transformação fundamental da sociedade – tinha sido, ou não, acionista dela no passado. Mesmo que haja titulado, anteriormente, ações desta sociedade, e tenha se desfeito delas após o fato relevante, interessa reconhecer o inequívoco *efeito* do ato de aquisição (ou reaquisição) da participação acionária. Tendo se realizado este ato em momento em que todos, no mercado, já sabem que aquela sociedade está em vias de ser transformada, o efeito dele é inquestionável: o adquirente (ou readquirente) concorda em fazer parte daquela companhia nas condições propagadas pelo fato relevante; isto é, tem indiscutível interesse de ser sócio dela, mesmo com a perspectiva próxima da profunda mudança em sua estrutura fundamental.³¹² (grifos nossos)

Contudo, esse não é o entendimento de Nelson Eizirik. Para o jurista, a Lei das S.A. não exige a manutenção ininterrupta das ações até a assembleia geral para fazer valer o direito de recesso pelo acionista. Assim, não poderia o regulador inovar e criar uma nova regra impondo uma restrição ilegítima a um direito essencial.³¹³ Nesse sentido, na opinião de Eizirik, o acionista poderia emprestar ações de sua titularidade após a data de referência e ainda lhe seria cabível o exercício do direito de recesso caso as ações emprestadas fossem devolvidas até a data de realização da assembleia³¹⁴. Além disso, o tomador titular de ações emprestadas na data de referência poderia aliená-las após esta data e adquirir novas ações antes do efetivo exercício do direito de recesso. Isso porque, em ambos os cenários, já estaria fixada uma data – a de divulgação da operação que ensejaria o direito – para a companhia verificar a relação de acionistas que poderia exercer o direito de recesso. O fato de certo investidor realizar um empréstimo ou mesmo de o tomador alienar as ações emprestadas em nada alteraria a possibilidade de virem a exercer seu direito se fossem titulares de ações na data da assembleia.

6.2 Titularidade do direito de voto

Como vimos anteriormente, o empréstimo de ações configura uma transferência temporária de valores mobiliários. O doador deixa de constar, pelo prazo acordado entre as partes ou até que se decida terminar a operação, como o titular das ações perante o

³¹² COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

³¹³ “Não há exigência de posse ininterrupta nas hipóteses de recesso. Qualquer interpretação nesse sentido amplia o texto da lei, inovando-o, e restringe a possibilidade do exercício do direito de retirada para muitos acionistas, contrariando os princípios da legalidade e da segurança jurídica.” (EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.605.

³¹⁴ EIZIRIK, Nelson. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.603.

escriturador ou a Central Depositária de Ativos, e o tomador passa a figurar com a posição das ações emprestadas.

Em decorrência dessa operação, a titularidade dos direitos individuais de acionista ora se mantém com o doador, ora com o tomador do empréstimo, a depender do tipo de empréstimo contratado e do direito que se aborda.

No item 6.1 tratamos da titularidade dos direitos essenciais dos acionistas. Visamos abordar, neste item, a titularidade de um dos direitos mais importantes conferidos aos detentores de ações de uma sociedade, qual seja, o direito de voto. A prerrogativa de votar apenas não se classifica como direito essencial em razão de a Lei das S.A. permitir a existência de uma espécie de ações – as chamadas preferenciais – que, em detrimento do direito de voto ou de restrições a ele impostas, passam a deter vantagens sobre as ações ordinárias. Vejamos adiante mais detalhadamente as características desse direito individual.

O direito de voto permite a manifestação da vontade ou do entendimento do acionista em relação às matérias levadas para deliberação e aprovação em assembleia geral. Ou seja, é a forma de externalização da opinião do acionista sobre as principais questões envolvendo a sociedade, de acordo com a competência assemblear prevista em lei e no estatuto social. Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho:

O voto do acionista é manifestado em assembleia geral, ordinária ou extraordinária (algumas vezes, em assembleia especial), e é o instrumento de aferição da vontade, ou do entendimento, predominantemente entre os acionistas com direito de participar das deliberações sociais.³¹⁵

Como aponta Nelson Eizirik, “a Lei das S.A., repetindo o preceito do artigo 80 do Decreto-Lei nº2.627/1940, consagrou a solução política apenas para os titulares de ações ordinárias e estabeleceu o princípio da igualdade entre os acionistas votantes.”³¹⁶

O artigo 110 da Lei das S.A.³¹⁷ estabelece que cada ação ordinária corresponde a um voto nas deliberações em assembleia geral e seu parágrafo 1º determina que o estatuto pode limitar o número de votos de cada acionista. Essa limitação tem por objetivo minimizar o poder de controle que, especialmente nas companhias brasileiras, costuma ser preponderante e tende a decidir individualmente grande parte das matérias.

³¹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p.340.

³¹⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.619.

³¹⁷ Artigo 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. §1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. §2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

O parágrafo 2º do artigo 110 estabelece que é vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações. Em primeiro lugar, não devemos confundir o voto plural com o voto múltiplo. Este último ocorre a pedido de acionistas na eleição do conselho de administração, em que se atribui a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, sendo reconhecido o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários³¹⁸. Quando do pedido do voto múltiplo, todos os acionistas têm o seu poder de voto multiplicado pelo número de vagas no conselho.

Por meio do voto plural, certos acionistas teriam poder de voto superior aos demais, o que acarreta em uma influência nas decisões da companhia que não corresponde ao capital por eles investido. A título de exemplo, o voto plural poderia permitir aos acionistas controladores de uma companhia um poder de voto dez vezes maior do que os demais, ou seja, cada ação detida pelos controladores equivaleria a dez votos. Haveria, portanto, uma desproporcionalidade entre o poder político e o risco assumido pelo acionista. Por essa razão, adota-se no Brasil o princípio do *one share, one vote*.³¹⁹ A respeito da relação do direito de voto ao risco assumido pelo acionista, Bruno Robert explica:

Nesse sentido, o voto é também um reflexo da assunção do risco pelo sócio, relacionado ao empreendimento. Exercer o direito de voto significa dar materialidade ao impulso do controle sobre os valores privados que estão sendo submetidos ao risco da empresa.³²⁰

Pois bem, devemos agora analisar o que ocorre com o direito de voto na operação de empréstimo de ações. Tendo em vista que a ação é transferida ao tomador, a ele é também transferido o direito de voto. Tanto no empréstimo registrado como no empréstimo privado, cabe ao tomador participar das assembleias e votar com as ações que detiver. É claro que no empréstimo diferenciado (que também é registrado no BTC) e no empréstimo privado, as partes podem estabelecer situações em que a operação é liquidada antecipadamente e as ações voltem a constar na posição acionária do doador, assim como, no contrato registrado, o doador pode pedir a devolução dos ativos se o contrato for reversível a ambas as partes. No

³¹⁸ Artigo 141 da Lei das S.A.

³¹⁹ Nelson Eizirik explica que, na Argentina, é possível o estabelecimento de voto plural com certas restrições: as companhias que emitem publicamente não podem estabelecer voto plural, a pluralidade nas demais companhias está limitada a cinco votos por ação, e deve ser outorgado direito de voto em certas deliberações às ações preferenciais. Ele aponta, também, que nos Estados Unidos, onde a matéria é regulada por lei estadual, a lei societária do estado de Delaware permite que os estatutos estabeleçam livremente a disciplina do voto. (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.622).

³²⁰ ROBERT, Bruno. Direito de voto do acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, p.225.

entanto, excetuando essas hipóteses, em regra, o tomador ou o terceiro titular das ações (no caso de venda pelo tomador) possui o direito de votar.

No entanto, existe um aspecto interessante a respeito da transferência da titularidade do direito de voto ao tomador que merece ser aqui abordada. Considerando que o tomador pode ter interesses conflitantes com o do doador e/ou da própria companhia, a sua manifestação pode trazer impactos negativos à companhia e aos demais acionistas. Isso porque, no caso do tomador, o direito de voto não está de qualquer forma relacionado com um risco de investimento por ele assumido na companhia no intuito de que as atividades por ela desenvolvidas prosperassem, ou seja, visando um lucro que fosse com ele partilhado. É o que se depreende do estudo realizado por Henry Hu e Bernard Black:

A presunção de que o voto está diretamente ligado ao interesse econômico tem se tornado cada vez mais frágil nos últimos anos. A utilização de derivativos em finanças, especialmente o crescimento de *equity swaps* e de outros derivativos sobre ações negociados privadamente (mercado de balcão), e o relacionado crescimento no mercado de empréstimo de ações, estão tornando ainda mais fácil e barata a dissociação da propriedade econômica do direito de voto. Tanto os acionistas da companhia como os demais investidores podem tirar proveito dessa oportunidade. Fundos de *hedge*, os emblemáticos investidores oportunistas, têm se colocado na vanguarda; o rápido crescimento de ativos dos fundos de *hedge* coincidiu com o aumento na dissociação. Por vezes, eles possuem maior número de votos que quantidade de ações – um padrão que chamamos de “*empty voting*” (voto vazio) porque os votos foram esvaziados de uma propriedade econômica. Em um caso extremo, um investidor pode votar apesar de ter uma propriedade econômica negativa, o que lhe dá incentivo para votar de forma a reduzir o valor das ações da companhia. [...] Nos contratos de empréstimo usuais, o tomador possui o direito de voto, mas não tem qualquer propriedade econômica, enquanto o doador possui propriedade econômica sem nenhum direito de voto. (grifos nossos)³²¹.

Essa dissociação entre interesse político e interesse econômico, de fato, ocorre com o empréstimo de ações. O doador permanece com o interesse econômico de que a companhia prospere, mas perde o direito político; já o tomador não tem interesse econômico na

³²¹ No original: The assumption that votes are tightly linked to economic interest has become increasingly fragile over the past few years. The derivatives resolution in finance, especially the growth in equity swaps and other privately negotiated (“over the counter” or “OTC”) equity derivatives, and related growth in the stock lending market, are making it ever easier and cheaper to decouple economic ownership from voting power. Both company insiders and outside investors can take advantage of this opportunity. Hedge funds, the emblematic opportunistic investors, have been at the vanguard; the rapid growth of hedge fund assets has coincided with the increase in decoupling. Sometimes they hold more votes than shares – a pattern we call “empty voting” because the votes have been emptied of an accompanying economic interest. In an extreme case, an investor can vote despite having negative economic ownership, which gives the investor an incentive to vote in ways that reduce the company’s share price. [...] Under standard lending arrangements, the stock borrower has voting rights but no economic ownership, while the stock lender has economic ownership without voting rights. (grifos nossos). (HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms. **The Business Lawyer**, v.61, May 2006, p.1014-1015).

companhia, uma vez que não é um acionista como os outros (não adquiriu as ações, desembolsando um valor por isso, elas apenas lhe foram transferidas), mas o direito político está nas suas mãos³²². Henry Hu e Bernard Black dão o seguinte exemplo ocorrido em 2002 envolvendo essa questão: Laxey Partners, um fundo de *hedge*, detinha aproximadamente 1% das ações de emissão da British Land, a maior companhia de investimento em imóveis do Reino Unido. Na assembleia geral ordinária, a Laxey surgiu com direito de voto correspondente a 9% do capital social da British Land, com a intenção de desmembrar a companhia e derrubar seu presidente. Um pouco antes da data de corte para participação na assembleia, a Laxey emprestou 42 milhões de ações.³²³ A Laxey não conseguiu atingir seu objetivo, mas John Ritblat – o presidente que ela tentou derrubar – a criticou imensamente por ter tomado as ações emprestadas, pois, a seu ver, não seria uma boa prática de governança.³²⁴

Existe, porém, um argumento positivo a respeito do direito de voto ser transferido aos tomadores, os quais costumam ser investidores institucionais:

Por outro lado, Christoffersen, Geczy, Musto and Reed (2007) argumentam que a “negociação do voto” no mercado de empréstimo de ações pode aumentar a eficiência tendo em vista que a aquisição de informações sobre propostas pode ser custosa. Acionistas desinformados que não estão dispostos a pagar o custo para se tornarem informados podem vender seus votos para partes informadas a fim de aumentar a eficiência do resultado da votação. É claro que esse argumento requer que o adquirente do voto e o vendedor do voto tenham interesses coincidentes, o que parece ser usualmente violado nos exemplos citados por Hu e Black (2006, 2007). (grifo nosso)³²⁵.

No entanto, a despeito dessas duas linhas relacionadas à dissociação do interesse político ao interesse econômico, cabe destacar que as nossas regras de divulgação de participação acionária em companhias abertas são muito efetivas e, a partir do momento em

³²² “When it comes time for a shareholder vote, it’s the borrowers that hold the voting rights. Under Delaware law, where most large companies are incorporated, voting rights belong to whoever holds the stock on a date the company chooses in advance of its stockholder meeting. It’s as if in the U.S. electoral system, someone could borrow your voting rights and use them to vote in your place without your knowing it. Individual share owners often are unaware that contracts with brokerages normally allow the brokerages to make money by lending out stock if it’s held in margin accounts, just as banks profit from lending their cash deposits.”

³²³ HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms. **The Business Lawyer**, v.61, May 2006, p.1015-1016; 1028.

³²⁴ “The three institutions that lent out shares – Hermes, Barclays Global Investors and Scottish Widows, a life insurance and investment arm of Lloyds TSB – apologized to British Land. Hermes says it didn’t lend shares to Laxey but apologized to British Land for not recalling its shares and voting its full strength in support of management”. (SCANNELL, Kara. How Borrowed Shares Swing Company Votes. **The Wall Street Journal**, 2007. Disponível em: <http://www.wsj.com/articles/SB116978080268188623>. Acesso em: 13 nov.2015).

³²⁵ No original: On the other hand, Christoffersen, Geczy, Musto and Reed (2007) argue that “vote trading” in the share lending market can increase efficiency because information about proposals can be costly to acquire. Uninformed shareholders who are not willing to pay the cost to become informed can sell their votes to informed parties in order to increase the efficiency of the voting outcome. Of course, this argument requires that the vote buyer and vote seller have coincident interests, which often seems to be violated in the examples cited by Hu and Black (2006, 2007). (grifo nosso). (BRAV, Alon; MATHEWS, Richmond D. BRAV, Alon. Empty voting and the efficiency of corporate governance. **Journal of Financial Economics**. Elsevier, v.99, February 2011, p.291).

que um acionista atingir uma participação relevante (5%, 10%, 15% e assim adiante) em uma espécie ou classe de ações, seja por meio de aquisição de ações, de derivativos ou com empréstimo de ações, é necessário divulgar ao mercado. Assim, é claro que os tomadores podem se valer de um empréstimo para votar de forma desalinhada ao interesse da companhia, mas a partir do momento em que sua participação se torna relevante, então o mercado saberá desse fato e, de certa forma, poderá se preparar para a votação.

6.3 Titularidade do direito à participação de oferta pública de aquisição de ações (OPA)

Assim como o direito de voto, o direito à participação de OPA não é um direito essencial aos acionistas. Conforme define a Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002, a OPA é a oferta realizada com esforços de aquisição ou utilizando qualquer meio de publicidade, inclusive correspondência ou anúncios eletrônicos, efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.³²⁶

As OPAs podem ser realizadas: (I) para o cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º, §4º, da Lei das S.A. e artigo 2º, I, da Instrução CVM 358); (II) em decorrência de aumento de participação (artigo 4º, §6º, da Lei das S.A. e artigo 2º, II, da Instrução CVM 358); (III) em decorrência de alienação de controle (artigo 254-A da Lei das S.A. e artigo 2º, III, da Instrução CVM 358); (IV) para saída de segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA (conforme previsto nos regulamentos de listagem do Nível 2, Novo Mercado, BOVESPA MAIS e BOVESPA MAIS Nível 2); (V) para aquisição do controle de companhia aberta (artigo 257 da Lei das S.A. e artigo 2º, V, da Instrução CVM 358). Todas as modalidades de OPA aqui mencionadas são obrigatórias, ou seja, dependem do registro da CVM, exceto aquelas realizadas para a aquisição do controle ou saída de nível de governança corporativa, que são, claramente, voluntárias. Além dessas OPAs, a Instrução CVM 358 aponta a existência da OPA voluntária – visa a aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos na Instrução CVM 358 para qualquer OPA obrigatória – e da OPA concorrente – formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por

³²⁶ Artigo 2º, §§3º e 4º, da Instrução CVM 358.

objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM ou por OPA não sujeita a registro cujo edital já tenha sido publicado.

O ofertante, ou seja, a pessoa física ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, proponente da OPA poderá ser a própria companhia (no caso de cancelamento de registro), um acionista (controlador ou minoritário) ou terceiro.

A depender da modalidade da oferta, ela será direcionada a todos os titulares de ações da companhia objeto – como é o caso do cancelamento de registro e da saída de nível – ou apenas aos detentores de ações de determinada espécie ou classe – como ocorre na OPA por alienação de controle em companhia não listada em segmento de governança corporativa³²⁷ e na OPA por aumento de participação³²⁸ –, exceto o acionista controlador, pessoas a ele vinculadas, administradores da companhia objeto e as ações em tesouraria. A OPA é divulgada por meio de edital publicado nos jornais de grande circulação. As ações podem ser adquiridas pelo ofertante em leilão realizado no prazo mínimo de 30 e máximo de 45 dias, contados da data da publicação do edital³²⁹.

Fato é que, em determinadas circunstâncias durante a existência de uma companhia aberta, poderá ser formulada uma OPA visando a aquisição de ações que estão emprestadas. Nesse caso, quem teria o direito de participar da OPA, vendendo as ações? Vejamos essa questão em relação a cada contrato.

Como já analisado acima, no contrato de empréstimo registrado no BTC, caso o tomador não devolva as ações emprestadas na data prevista, a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA pode determinar a recompra de ações para devolução ao doador. Ainda, caso não seja possível proceder à devolução das ações em decorrência da indisponibilidade para recompra, a Câmara de Ações pode determinar a liquidação financeira da operação. Essa hipótese é, no entanto, utilizada como a única opção restante para que o doador não tenha seu patrimônio lesado.

³²⁷ A OPA por alienação de controle é regulada pelo disposto no artigo 254-A na Lei das S.A., que determina: “A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.” No entanto, se a companhia aberta cujo controle foi alterado está listada nos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2 –, o adquirente deverá realizar uma OPA assegurando o preço de 100% do valor pago por ação tanto às ações ordinárias, quanto às preferenciais (quando aplicável). Somente o segmento Nível 1 de governança corporativa não tem essa exigência adicional e, portanto, as companhias nele listadas devem seguir apenas o disposto na legislação.

³²⁸ De acordo com o artigo 26, §2º, da Instrução CVM 361, a OPA por aumento de participação deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

³²⁹ Artigo 11 e 12, §1º, da Instrução CVM 361.

Os Procedimentos de Operação da BM&FBOVESPA não mencionam nada a respeito do comportamento do doador e do tomador em face de uma OPA. Naturalmente, tendo em vista que o tomador é o titular daquelas ações perante a companhia, se continuar a tê-lo até o momento do leilão, ele poderá vendê-las e, quando do encerramento da operação de empréstimo, deverá recorrer ao mercado e comprar novas ações para devolvê-las ao doador. No entanto, se a OPA for realizada com o intuito de cancelamento de registro de companhia aberta ou saída de segmento de governança corporativa, é possível que não existam ações disponíveis para aquisição no mercado secundário e, desta forma, o tomador não consiga devolver os ativos. Nesse último cenário, haveria uma falha na liquidação e, seguindo os procedimentos acima, a operação seria necessariamente liquidada de forma financeira.

No entanto, tendo em vista que as OPAs não fixam uma data de corte para selecionar qual base acionária terá direito a vender as ações – diferentemente do que ocorre no direito de recesso e no direito de preferência –, os doadores podem terminar antecipadamente o contrato após a divulgação da oferta e mesmo a publicação do edital e, ainda assim, serem titulares do direito de participar da OPA. Os doadores devem apenas considerar a necessidade de receber as ações objeto da OPA em sua conta de custódia em tempo hábil para transferi-las para as carteiras elegíveis para a participação no leilão, de acordo com o seu perfil e em qual modalidade deseja participar e providenciar todas as demais exigências estabelecidas no edital da OPA para a habilitação.

Assim, em relação aos contratos com cláusula de liquidação antecipada, o doador deverá solicitar a liquidação, via sistema BTC, observado o prazo estabelecido para devolução das ações objeto da OPA pelo tomador. Nos contratos sem cláusula de liquidação antecipada, o doador deverá solicitar a alteração do contrato no sistema BTC, a qual está condicionada à aceitação pelo tomador. Em caso de falha do tomador na devolução das ações objeto da OPA no prazo estabelecido, serão adotados os procedimentos usuais da BM&FBOVESPA para tratamento de falhas de empréstimo de ações.

No contrato de empréstimo privado, como já salientado no decorrer deste estudo, as partes podem estabelecer as condições que entenderem mais adequadas. É muito usual que também neste contrato seja permitida a liquidação financeira da operação na hipótese de impossibilidade de recompra dos ativos no mercado. Entendemos que, nesse caso, o tomador poderia participar da OPA e vender as ações emprestadas. No entanto, se houver previsão expressa no contrato que a liquidação da operação será realizada exclusivamente por meio da devolução dos ativos, caso a OPA seja realizada para cancelamento de registro ou saída de

segmento de governança corporativa, entendemos que o tomador não deveria vender suas ações, pois estaria correndo o risco de não conseguir quitar sua obrigação na forma acordada entre as partes. Contudo, para evitar qualquer dúvida que porventura possa surgir nessa relação contratual, poder-se-ia incluir como hipótese de liquidação antecipada da operação a divulgação de fato relevante informando sobre a intenção de realizar uma OPA ou a publicação do próprio edital de leilão da OPA, o que faria com que as ações emprestadas retornassem ao doador, o qual teria, por fim, o poder decisório.

7 CONCLUSÃO

Após a contextualização histórica a respeito do desenvolvimento do mercado de capitais e as considerações que fizemos sobre o objeto da operação que nos propusemos analisar neste estudo (a ação), verificamos que o empréstimo de ações ocorre quando as partes têm por objetivo, de um lado, transformar o seu investimento variável em renda fixa, e, de outro, deter certa posição acionária, seja para posterior alienação ou por razões estratégicas, sem desembolsar um valor relevante para tanto. Ainda, a operação pode ser realizada no âmbito de uma oferta pública de ações, e, portanto, com interesses maiores do que os mencionados, ou então fazendo as vezes de um contrato acessório vinculado a uma obrigação principal, atuando em substituição à constituição de uma garantia propriamente dita. Por meio do empréstimo, ocorre uma verdadeira transferência de ativos detido por um investidor – intitulado pelo mercado como doador – a outro – intitulado tomador. Este último passa a constar nos registros da sociedade por ações como o titular dos valores mobiliários.

Ao analisarmos as possíveis classificações ao contrato celebrado entre o doador e o tomador (e em alguns dos casos com a intervenção da BM&FBOVESPA e corretoras), concluímos que o mais adequado seria considerar que essa relação contratual consiste em um mútuo (gratuito ou feneratício) de ações pelos seguintes motivos: (I) ocorre uma transferência temporária das ações ao tomador, o que permite que ele faça uso, venda, enfim, aja como novo titular do valor mobiliário perante a companhia emissora; (II) há a obrigação de devolução de ativos em quantidade e qualidade idênticas àqueles emprestados; e (III) não envolve um pagamento do valor do ativo (nos casos de empréstimo oneroso), mas sim de uma remuneração ao doador.

Além disso, verificamos que as principais normas que regulam a operação são a Instrução CVM 441 e os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, no caso dos empréstimos registrados no BTC, e o próprio Código Civil, em relação aos contratos privados. Os empréstimos registrados possuem a vantagem de contar com a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA como contraparte central da operação e, portanto, como garantidora na hipótese de falha de liquidação. Além da garantia da BM&FBOVESPA, os custodiantes que intermediam a operação são solidariamente responsáveis pelas falhas de seus clientes. Já os empréstimos privados são unicamente regulados pelo o que dispuser o contrato, podendo ou não contar com alguma garantia.

Adicionalmente, constatamos que, em relação a alguns dos direitos dos acionistas de uma sociedade por ações, como o direito de preferência e o de participação nos lucros, a BM&FBOVESPA se encarrega de viabilizar o seu exercício pelos doadores sem que seja necessário encerrar a operação. Assim, mesmo que as ações sejam detidas pelo tomador, para fomentar o interesse do doador na realização desta operação, permite-se que este último usufrua de algumas prerrogativas que lhe seriam cabíveis caso o empréstimo não tivesse sido realizado. No entanto, importante destacar que o direito de recesso consiste em uma exceção a essa ideia: em razão de a companhia fixar uma data para checar quem são os acionistas titulares desse direito, caso as ações estejam emprestadas, o doador não poderá decidir pela sua retirada; isso ficará a cargo do tomador. Assim como o recesso, o direito de voto também pertence exclusivamente ao titular das ações na data de corte utilizada pela companhia, não havendo mecanismos capazes de permitir o voto pelo doador no empréstimo vigente. Além disso, podem as partes, no caso dos empréstimos privados, acordarem entre si condições específicas para que o exercício dos direitos seja realizado pelo doador ou tomador, entretanto, por não contarem com a BM&FBOVESPA, os mecanismos para tanto podem ser mais complicados de serem implementados.

Acreditamos que o empréstimo de ações – notadamente o empréstimo registrado – pode ser uma ferramenta extremamente relevante para o aumento de liquidez no mercado acionário e, por essa razão, deve ser estimulado. Nosso estudo teve por objetivo analisar as suas principais nuances jurídicas e, com isto, concluímos que o arcabouço legal e regulatório existente permite a sua realização de forma segura pelos investidores. Resta-nos, portanto, aguardar o seu crescimento para aumentar a eficiência do mercado e beneficiar os investidores tanto de curto como de longo prazo.

REFERÊNCIAS

AMENDOLARA, Leslie. A posição do acionista preferencialista na empresa aberta. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v.741, jul.1997.

_____. **Direito dos Acionistas Minoritários**. 3.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

ASCARELLI, Tullio. **Ensaio e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1952.

BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. (Org.) AZEVEDO, Simone. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010.

BASILE, Marcello Otávio Neri de Campos. O demiurgo da Nação. **Revista Estudos Históricos**, v.13, nº24. São Paulo: Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil CPDOC/FGV, 1999. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/reh/article/view/2096>. Acesso em: 20 jun.2015.

BENSAL, Bruno Marques. Da natureza jurídica do empréstimo de ações: eficácia e oferta pública. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v.51, nº161-162, jan.-ago., 2012.

BEVILAQUA, Clovis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado**. Obrigações – tomo 1º. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1939.

_____. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado**. Obrigações – tomo 2º. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1939.

BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)**. São Paulo: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2015. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO_Camara_Acoes.pdf. Acesso em: 15 nov.2015.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos**. Porto Alegre: AMGH, 2015.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL, Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do. **História do Banco do Brasil**. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426>. Acesso em: 15 nov.2015.

BRASIL, República Federativa do. **Coleção das Leis do Brasil de 1808**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/18319>. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Lei nº6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Brasília: Imprensa Nacional, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 16 nov.2015.

_____. **Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Brasília: Imprensa Nacional, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em: 15 nov.2015.

BRASIL. REsp nº757676/RJ (2005/0063666-6), j.25-03-2008. Min. Rel.Aldir Passarinho Junior. Ministros João Otávio de Noronha, Massami Uyeda e Fernando Gonçalves.

BRAV, Alon; MATHEWS, Richmond D. Empty voting and the efficiency of corporate governance. **Journal of Financial Economics**. Elsevier, v.99, February 2011.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**: (de acordo com a reforma da Lei nº6.404/76). Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CALMON, Pedro. **História da Civilização Brasileira**. Brasília: Senado Federal, Conselho Editorial, 2002. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/1068/640775.pdf?sequence=4>. Acesso em: 15 nov.2015.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de recesso e a exigência da titularidade ininterrupta (art.137, §1º). In: COMPARATO, Fábio Konder; BAPTISTA, Luiz Olavo; SALOMÃO FILHO, Calixto et al. **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CARVALHO, Antonio Gledson de; PINHEIRO, Douglas Beserra. Determinantes da estabilização de preços em ofertas públicas iniciais de ações. **Revista Brasileira de Finanças**, v.8, nº4, 2010.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2014.

_____. Furando a bolha do encilhamento. **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.90, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.1. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.2. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. v.3. São Paulo: Saraiva, 2009.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: (Coord.) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CHAVES, Natália Cristina. O empréstimo de ações e a noção de fungibilidade. In: FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; SILVA, Alexandre Couto; WALD, Arnaldo. et al. **Sociedades anônimas e mercado de capitais**: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CHIMENTI, Eliana Ambrósio; COUTO E SILVA, Gustavo Rugani; OLIVEIRA, Karina Cardozo de. Preparativos para a abertura de capital. In: (Coord.) SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; TREIGER, José Marcos. **Brasil S/A: Guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras**. Rio de Janeiro: RR Donnelley Financial Comunicação Corporativa, 2014.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v.2: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. Parecer emitido em 1º de fevereiro de 2012 no âmbito de consulta realizada por Brasil Telecom S.A., Tele Norte Leste Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Coari Participações S.A.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Existência de *short selling* anormal no curso das ofertas de companhias com ações negociadas e seu impacto no preço da oferta**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2012. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Instrução CVM nº51, de 9 de junho de 1986**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 1986. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Instrução CVM nº249, de 11 de abril de 1996**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 1996. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. **Instrução CVM nº358, de 3 de janeiro de 2002**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2002. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. **Instrução CVM nº361, de 5 de março de 2002.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2002. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. **Instrução CVM nº400, de 29 de dezembro de 2003.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2003. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Instrução CVM nº441, de 10 de novembro de 2006.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2006. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Instrução CVM nº480, de 7 de dezembro de 2009.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov.2015.

_____. **Instrução CVM nº541, de 20 de dezembro de 2013.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. **Instrução CVM nº542, de 20 de dezembro de 2013.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. **Instrução CVM nº543, de 20 de dezembro de 2013.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 15 nov. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. As Ações de Sociedade Anônima como Valores Mobiliários – Natureza e Efeitos do Registro Acionário. In: **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial.** Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONTI, Rafael Augusto de. **Law, Economics and Politics:** Reflexos sobre as espécies de ações ON e PN (sem direito de voto ou com sua restrição) e o poder de controle em companhias abertas com alto nível de governança corporativa. **Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v.42, out.2008.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro.** v.3: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais. São Paulo: Saraiva, 2009.

EDITAL de Audiência Pública SDM nº04/12. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 31 out.2015.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** v.I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. **A Lei das S/A Comentada.** v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; SILVA, Alexandre Couto; WALD, Arnaldo et al. **Sociedades anônimas e mercado de capitais**: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Empréstimo de ações e exercício do direito de recesso. In: (Coords.) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. **Processo Societário**. v.II. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna Bohomoletz.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. São Paulo: Saraiva, 2011.

FRAGA, João Batista. **Empréstimo de Ações no Brasil**. Tese (doutorado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 150 f., São Paulo, 2013.

FRAGA, João Batista; EID JÚNIOR, William. **Empréstimo de Ações no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; TETLOCK, Paul C. Short Selling and the News: A Preliminary Report an Empirical Study. In: **New York Law School Law Review**, v.54, 2010. Disponível em: <http://www.nylslawreview.com/wp-content/uploads/sites/16/2013/11/54-3.Fox-Glosten-Tetlock.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2015.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

GRÁCIO, Leila. **O esvaziamento de voto** – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas. Dissertação (mestrado). Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Direito da Escola de Lisboa, 2012.

HABER, Stephen. Banks, Financial Markets and Industrial Development: Lessons from the Economic Histories of Brazil and Mexico. Stanford University and California Institute of Technology. **Paper prepared for the CREDPR Conference on Financial Reform in Latin America**, November 9-12, 2000. Disponível em: http://www-siepr.stanford.edu/conferences/FFReform_LA/Haber2_all.pdf. Acesso em: 10 nov. 2015.

HOWIESON, Andrew; ZIMMERHANSL, Roy. **Good, Bad or Inevitable?** The Introduction of CCPs in Securities Lending. Zimmerhansl Consulting Ltd. and Howieson Consulting Ltd., 2010. Disponível em: <http://assets.tabbforum.com/ccpinseclending91410.pdf>. Acesso em: 11 nov.2015.

HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms. **The Business Lawyer**, v.61, May, 2006.

KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. Empréstimo de ações e o mercado de capitais. In: WALD, Arnaldo; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis et al. **Direito empresarial**: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005.

LAMY FILHO, Alfredo. O princípio majoritário – os direitos essenciais dos acionistas. O poder de controle e a proteção dos minoritários. In: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada.** São Paulo: Saraiva, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo.** São Paulo: Obelisco, 1969.

_____. O recesso na incorporação reversa – Empresas do Grupo Oi. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v.15, abr.-jun, São Paulo: RT, 2012.

LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. Aluguel de Ações – Panorama do negócio jurídico, problemas do direito estrangeiro, a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo, v.51, nº161-162, jan.-ago. 2012.

LIPSON, Paul C.; SABEL, Bradley K.; KEANE, Frank M. **Securities lending.** Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, nº555, 2012.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil.** v.III. Fontes das obrigações: contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários.** v.1. Dos valores mobiliários. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado.** Bens e Fatos Jurídicos, t.II. Atualizado por Ovídio Rocha Barros Sandoval. São Paulo: RT, 2012.

_____. **Tratado de Direito Privado.** Direito das Obrigações, tomo XXXIX: compra e venda. Atualizado por Claudia Lima Marques. São Paulo: RT, 2012.

_____. **Tratado de Direito Privado.** Direito das Obrigações, tomo XL: locação de coisas. Atualizado por Claudia Lima Marques e Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012.

_____. **Tratado de Direito Privado.** Direito das Obrigações, tomo XLII: mútuo e conta corrente. Atualizado por Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012.

_____. **Tratado de Direito Privado.** Direito das Obrigações, tomo L: sociedade por ações. Atualizado por Alfredo Assis Gonçalves Neto. São Paulo: RT, 2012.

_____. **Tratado de Direito Privado.** Direito das Obrigações, tomo LII: negócios bancários e de bolsa. Atualizado por Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012.

MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil.** Parte geral. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003.

MÜLLER, Sergio José Dulac. **Direitos essenciais dos acionistas**: interpretação sistemática da proteção aos minoritários. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

MUTO, Silvio. Acabamentos por fazer. **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.92, 2011.

NADER, Paulo. **Curso de direito civil**. v.3: contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

NUNES, Marcelo Guedes. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

O GLOBO ONLINE. **O homem que quebrou a Bolsa de Valores do Rio**. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/o-homem-que-quebrou-bolsa-de-valores-do-rio-3609758#ixzz3qxGNPvCm>. Acesso em: 08 nov.2015.

OLIVEIRA, Karina Cardozo de. Breve análise sobre o contrato de consórcio empresarial. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: RT, v.66, out.-dez., 2014.

_____. Fechamento do capital social: estudo de casos. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: RT, v.55, jan.-mar., 2012.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** v.II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** v.III. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____; LAMY FILHO, Alfredo. In: (Coords.) PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das companhias**. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v.I – Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

_____. **Instituições de Direito Civil**. v.III. Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. Mercado de Capitais. In: **GV-Executivo**. FGV-EAESP: São Paulo, v.6, nº1, jan.-fev. 2007.

PITTA, Andre Grunspun. O direito do acionista à informação. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

PRESTES, Cristine. Bases sólidas. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.125, 2014.

RECURSO contra a decisão da área técnica em processo de fundo de garantia – Luiz Fernando Panico – Proc.SP 96/0062 Reg. nº1116/96 Relator: DRM.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. v.2. São Paulo: Saraiva, 2003.

REVISTA EPOCA. Disponível em: <http://revistaepoca.globo.com>. Acesso em: 12 ago.2015.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. In: FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; SILVA, Alexandre Couto; WALD, Arnaldo. et al. **Sociedades anônimas e mercado de capitais**: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROBERT, Bruno. Direito do acionista de participação nos resultados. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

_____. Direito de voto do acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

ROCHA, André. **A quem interessa o aluguel de ações e a venda a descoberto?** Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2939848/quem-interessa-o-aluguel-de-acoes-e-venda-descoberto>. Acesso em: 12 nov.2015.

_____. **As estratégias em bolsa pela ótica do empréstimo de ações**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/982500/estrategias-em-bolsa-pela-otica-do-emprestimo-de-acoes>. Acesso em: 12 nov.2015.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. In: **Scientia Iuris**, Londrina, v.16, nº2, dez. 2012. Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/view/14005>. Acesso em: 11 nov.2015.

RUCHIN, André. Can securities lending transactions substitute repurchase agreement transactions? **The Banking Law Journal**. LexisNexis A.S. Pratt, 2011.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2014.

SCHAHIN, Fernanda Kehdi. Vendas a descoberto no âmbito do Empréstimo de Ações: estudo do modelo regulatório brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, v.13, , jul.-set., 2010.

SEGALA, Mariana. Acionistas desiguais. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.119, 2013.

SILVA, Cíntia Cristina da. Dois séculos de história. In: **Guia para a Abertura de Capital 2007**. São Paulo: Capital Aberto, 2007.

SOUZA, Rafael Rodrigo Ruela. **Mauá e a Tradição da Modernização Industrial no Brasil**. Dissertação (mestrado). 249 f. Universidade Federal de Minas Gerais, 2007. Disponível em: http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/VGRO-7AYFXF/rafael_rodrigo_ruela_souza.pdf?sequence=1. Acesso em: 14 nov.2015.

SPINELLI, Luis Felipe. Direito de fiscalização. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

TANOUE, Luciana; AZEVEDO, Simone. Revendo conceitos. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.125, 2014.

THUIN, Ana Eugenie Icarahy de. **Reconstrução do Caso Nahas e a Quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1989**. Monografia de conclusão de curso (Economia). 41f. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Ana_Eugenie_Icarahy_de_Thuin.pdf. Acesso em: 08 nov.2015.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de Ações e *Insider Trading*. In: (Coords.) CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)**. São Paulo: Saraiva, 2011.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. v.II. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito civil**: contratos em espécie. São Paulo: Atlas, 2004.

VERSIGNASSI, Alexandre. **Como Naji Nahas fez a bolsa subir 2000% – e quebrou o mercado no dia seguinte**. Disponível em: <http://super.abril.com.br/blogs/crash/najinahas>. Acesso em: 08 nov.2015.

WALD, Arnoldo. O regime jurídico das ações escriturais. In: **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: RT, jul.-set. 1987.

_____. Proporção entre ações ordinárias e preferenciais de companhia aberta constituída antes da entrada em vigor da Lei 10.303/2001. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: RT, v.53, jul.-set. 2011.

WAISBERG, Ivo. Direito de preferência na subscrição de ações. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.3: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. O direito é do proprietário. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.103, 2012.

WEGUELIN, Sérgio. Devemos restringir o *short selling*? Não, porque somos menos especulativos e mais bem regulados que os americanos. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.62, 2008.

YAZBEK, Otavio. Mercado de Capitais. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de direito comercial**. v.4: relações societárias e mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015.

YOKOI, Yuki. As ciladas dos dividendos. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.142, 2015.

_____. Azul inova ao compensar acionistas sem direito de voto. In: **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ed.120, 2013.

REFERÊNCIAS NORMATIVAS (ABNT)

ABNT NBR 6027:2012 – Informação e documentação – Informação e documentação – Sumário – Apresentação

ABNT NBR 14724:2011 – Informação e documentação – Trabalhos acadêmicos – Apresentação

ABNT NBR 15287:2011 – Informação e documentação – Projetos de pesquisa – Apresentação

ABNT NBR 6034:2005 – Informação e documentação – Índice – Apresentação

ABNT NBR 12225:2004 – Informação e documentação – Lombada – Apresentação

ABNT NBR 6024:2003 – Informação e documentação – Numeração progressiva das seções de um documento escrito – Apresentação

ABNT NBR 6028:2003 – Informação e documentação – Resumo – Apresentação

ABNT NBR 10520:2002 – Informação e documentação – Citações em documentos – Apresentação

ABNT NBR 6023:2002 – Informação e documentação – Referências – Elaboração