THIAGO SADDI TANNOUS

REGRAS DE PROTEÇÃO À LIQUIDEZ NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: INTERPRETAÇÃO E EFETIVIDADE

TESE DE DOUTORADO

ORIENTADOR: PROFESSOR ASSOCIADO ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO - SP

2017

THIAGO SADDI TANNOUS

REGRAS DE PROTEÇÃO À LIQUIDEZ NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: INTERPRETAÇÃO E EFETIVIDADE

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
SÃO PAULO-SP
2017

Ao Professor

Marcelo Fernandez Trindade –

com carinho e gratidão pelo exemplo.

AGRADECIMENTOS

Mudei-me para São Paulo em 2010, para cursar o Mestrado em Filosofia e Teoria Geral do Direito. No segundo semestre daquele ano, decidi me aventurar em uma disciplina ofertada pelo Departamento de Direito Comercial, ministrada pelo Professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França – a quem agradeço, de coração, por ter me acolhido como se eu fosse um membro de sua família, e por dar o exemplo de como levar a vida acadêmica com seriedade.

Ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, agradeço a generosidade do convívio e a oportunidade de aprender sobre temas que variam de Balzac ao realismo escandinavo; de Ella Fitzgerald às cartas de Câmara Cascudo; de Anne-Sophie Mutter à liquidez do mercado de capitais.

Agradeço, ainda, aos Professores Eduardo Secchi Munhoz – que perceberá, nesta tese, as digitais dos cursos que ministrou nos últimos dois anos; Otavio Yazbek e Marcos Barbosa Pinto, que se dispuseram a discutir o tema deste trabalho durante sua elaboração; e Marcelo Vieira von Adamek, pelas sugestões feitas na banca de qualificação.

Aos amigos Gabriel Saad Kik Buschinelli, André Grünspun Pitta, Guilherme Setoguti Pereira, Vinícius Krüger Chalub Fadanelli, Laura Patella, Ferdinando Lunardi, Igor Bimkowski Rossoni, Sérgio Seleme, Rodrigo Ramina de Lucca, Felipe Scripes Wladek, Renato Rosa, Marina Copola, Denis Morelli, João Paulo Saueia Godoy, João Vicente Lapa de Carvalho, Isadora Telli, Bruno Robert e Orlando Maia, pela convivência que tornou o Doutorado mais leve e feliz.

Aos amigos Caio Machado Filho, Daniel Vio, João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli, Luiz Daniel Haj Mussi, Rodrigo Tellechea e Rodrigo Roso – que são não apenas orientandos do Professor Erasmo, mas também “Amigos do Ademar”.

A Marcelo Fernandez Trindade (exemplo de honestidade intelectual, a quem esta tese é dedicada), Bruno Lara Resende, Pedro Testa, Ricardo Castorri, Ademar Vidal, Philippe Medeiros, Fabiana Almeida, Eduardo Oliveira, Rafael Salles, Gabriela Codorniz, João Siqueira, Marília Lopes, João Pedro Germano Maion; Isabel Mirandez, Lucas Camargo Gama, Luiz Otávio Melo Gomes, Maria Antonia Pereira Barretto, Julia Hebling e Guilherme Franco. Lucas Camargo Gama, com seu entusiasmo e brilhantismo, me ajudou

com a difícil tarefa de pesquisar e organizar os materiais bibliográficos utilizados na tese, além de ter sido um grande interlocutor durante a elaboração de todo o trabalho. Marcelo encontrou tempo para discutir os pontos centrais, ampliando minhas perspectivas sobre eles. Ademar dividiu a angústia do prazo e foi um grande amigo na reta final, assim como Pedro e Philippe – que não pouparam esforços para ler a tese do começo ao fim, apontando erros e lacunas a tempo de repará-las. Fabiana me ajudou com difíceis traduções, enquanto João Maion e Luiz cuidaram de questões operacionais indispensáveis à conclusão deste trabalho. E o Bruno foi o Bruno: um grande incentivador. Sou igualmente grato a Aline Menezes – que me deu a oportunidade de trabalhar com direito societário e mercado de capitais, e de conhecer as pessoas mencionadas neste parágrafo.

A Ricardo Mahlmann de Almeida, Leonardo Andrade e Maria Clara Troncoso (que me ajudou tanto com a preparação para as provas de ingresso no Doutorado quanto com a coleta de materiais bibliográficos que só estavam disponíveis em bibliotecas americanas). Agradeço também ao amigo Michael Müller, da Universidade de Munique, pela ajuda com a coleta de fontes alemãs e com a preparação do *Fazit*.

Aos meus avós Joaquim e Laila; e aos meus pais, Sérgio e Gysélle, que são o fundamento de tudo e também o melhor exemplo que tenho. Oxalá eu possa representar para o Leo (e para quem mais vier) a metade do que vocês representam para mim. Às minhas irmãs, Thaísa e Thamires, agradeço o incentivo.

À minha querida Susana, minha gratidão e meu amor – por dividir a vida, os sonhos e por continuar, depois de uma década, de “mãos dadas, em todas as estações”; e agora, principalmente, por me permitir viver, de forma plena, a indescritível experiência da paternidade. Finalmente, ao meu querido filho Leonardo, que tem o maior sorriso do mundo e que, desde sua chegada, me faz ver vida em perspectiva.

RESUMO

A liquidez do mercado acionário pode ser estudada sob diversas perspectivas. No Brasil, o tema tem sido objeto de investigações econômicas, mas pouco se tem escrito a respeito na literatura jurídica. Esta tese examina, em primeiro lugar, os possíveis significados do termo *liquidez*; os principais métodos para que se mensure a liquidez do mercado acionário; e as vantagens que um mercado líquido pode propiciar às companhias abertas. Em segundo lugar, a tese apresenta um panorama dos principais fatores que podem estimular a liquidez do mercado acionário, entre os quais figuram o comportamento dos investidores, a microestrutura do mercado e o arcabouço normativo vigente. Em mercados acionários emergentes, também a concentração acionária – entendida como a predominância de companhias em que o poder de controle é exercido majoritariamente – pode ter impactos negativos sobre a liquidez. Nesse contexto, o direito societário desempenha papel importante ao disciplinar potenciais conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários que tenham repercussões sobre a liquidez das ações. Nesse sentido, a Lei das S.A. e a regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM instituem mecanismos que visam a proteger acionistas minoritários nas situações em que o exercício do poder de controle pode lhes privar de um pressuposto de liquidez: o acesso ao mercado secundário de valores mobiliários. Essas situações são, em síntese, o cancelamento de registro de companhia aberta; e a realização de reorganizações societárias em que a base acionária de companhia aberta é compelida a migrar para uma companhia fechada. A tese compara os mecanismos aplicáveis a cada hipótese e busca demonstrar (a) as assimetrias existentes entre eles; e (b) de que maneira eles se inserem na estrutura de exercício do poder de controle estabelecida pela Lei das S.A. Além disso, o acionista controlador pode prejudicar a liquidez de mercado das ações ao aumentar sua participação acionária e provocar um estreitamento do mercado. Também para essa situação – conhecida como "fechamento branco de capital" – a Lei das S.A. e a regulamentação expedida pela CVM instituíram mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. A tese examina os problemas hermenêuticos relacionados a esses mecanismos e questiona sua efetividade – talvez comprometida pelo fato de que, para os fins daqueles mecanismos, a liquidez acionária é mensurada com base em um critério insuficiente (a participação do acionista controlador, considerada abstratamente). Ao final, a tese apresenta possíveis diretivas para a alteração do arcabouço normativo vigente.

Palavras-chave: *Direito societário – mercado de capitais – companhia aberta – liquidez*

ABSTRACT

The liquidity of the stock market can be studied from different standpoints. In Brazil, this topic has been the subject of investigations in economic theory, but little has been written thereon in legal literature. This thesis examines, in the first place, the possible meanings of the term *liquidity*; the main methods for measuring the liquidity of stock markets; and the advantages that a liquid market may provide to publicly-traded companies. Secondly, this thesis presents an overview of the main factors that can stimulate stock market liquidity, which may include investors' behavior, the market microstructure and the legal and regulatory framework. In emerging markets, ownership concentration – understood as the predominance of companies controlled by a majority shareholder – may further negatively impact liquidity. In this context, corporate law plays an important role in providing solutions for potential conflicts that may arise between controlling shareholders and minority shareholders, which may reverberate on the stock liquidity. In this sense, the Brazilian Corporations Law and the regulations issued by the Brazilian Securities Commission provide for protection mechanisms applicable to situations in which the controlling shareholder may deprive minority shareholders of a premise of liquidity: the access to the secondary securities market. These situations are, in brief, the decision to voluntarily deregister as a publicly-traded company; and to carry out merger transactions in which the publicly-traded company's shareholders are compelled to migrate to a privately-held company. The thesis compares the protection mechanisms which apply to each of such hypotheses and intends to (a) demonstrate the existing asymmetries between them; and (b) analyze if and how they are compatible with the governing structure set forth by the Brazilian Corporations Law. Furthermore, controlling shareholders may hinder stock market liquidity by increasing its equity stake and causing a narrowing of the market. Likewise for such situation – known in Brazil as "cold delisting" – the Brazilian Corporations Law and the regulations issued by the Brazilian Securities Commission instituted remedies for the protection of minority shareholders. The thesis examines the hermeneutical issues concerning such mechanisms and challenges their effectiveness – which is hampered perhaps due to the fact that, for the purposes of such mechanisms, market liquidity is measured by an insufficient criterion (an abstract trigger based on the controlling shareholder's ownership stake). Finally, the thesis presents possible directives for the amendment of the existing Brazilian legal framework.

Keywords: *Corporate law – stock market – publicly-traded company – liquidity*

FAZIT

Die Liquidität des Aktienmarktes kann aus verschiedenen Blickrichtungen untersucht werden. In Brasilien ist das Thema Gegenstand verschiedener Arbeiten im Bereich der Wirtschaftstheorie, rechtswissenschaftliche Untersuchungen dazu gibt es jedoch kaum. Diese Arbeit stellt zunächst verschiedene Bedeutungen des Begriffs Liquidität, die wesentlichen Methoden der Liquiditätsmessung auf Aktienmärkten und die Vorteile eines liquiden Marktes für börsennotierte Unternehmen vor. Sodann vermittelt die Arbeit einen Überblick über die wesentlichen Faktoren, die zur Erhöhung der Liquidität eines Aktienmarktes beitragen können. Diese betreffen das Anlegerverhalten, die Marktmikrostruktur und die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen. In Schwellenmärkten kann sich auch eine starke Eigentumskonzentration – das heißt die Dominanz der von einem Mehrheitsaktionär kontrollierten Unternehmen – negativ auf die Marktliquidität auswirken. In diesem Zusammenhang spielt das Gesellschaftsrecht eine wichtige Rolle, indem es Lösungen für mögliche Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsanlegern bietet, welche auch Auswirkungen auf die Marktliquidität haben können. So betrachtet stellen das brasilianische Gesellschaftsrecht und die Verordnungen der Brasilianischen Wertpapierkonzentration Schutzmechanismen für Situationen zur Verfügung, in denen Mehrheitsaktionäre den Minderheitsaktionären eine Voraussetzung von Liquidität entziehen können: den Zugang zu Sekundärmärkten für Finanzinstrumente. Diese Situationen betreffen, kurz gesagt, den freiwilligen Börsenrückzug sowie Unternehmensübernahmen, in deren Zusammenhang die Aktionäre eines vormals börsennotierten zu Anteilseignern einer nicht börsennotierten Gesellschaft werden. Die Arbeit untersucht die Schutzmechanismen, die in diesen beiden Situationen zur Verfügung stehen. Dabei verfolgt sie zwei Ziele: Zum einen sollen bestehende Asymmetrien zwischen beiden Situationen aufgezeigt werden. Zum anderen soll untersucht werden, ob und wie diese mit den im Brasilianischen Gesellschaftsrecht vorgesehenen Regelungen über die Unternehmensführung vereinbar sind. Schließlich können Mehrheitsaktionäre die Liquidität des Aktienmarktes verringern, indem sie ihre Beteiligungsquote erhöhen und so den Markt verengen. Auch für diese Situation – in Brasilien als „kaltes Delisting“ bezeichnet – sehen das brasilianische Gesellschaftsrecht und die Verordnungen der Brasilianischen Wertpapierkommission Bestimmungen zum Minderheitenschutz vor. Die Arbeit untersucht hermeneutische Fragen im Zusammenhang dieser Mechanismen und setzt sich kritisch mit ihrer Effektivität auseinander: Diese wird möglicherweise dadurch beeinträchtigt, dass im Rahmen der Bestimmungen Marktliquidität anhand eines unzureichenden Kriteriums (einem abstrakten Schwellenwert auf Basis der Beteiligungsquote des Mehrheitsaktionärs) bestimmt wird. Schließlich stellt die Arbeit mögliche Leitlinien für eine Überarbeitung des bestehenden brasilianischen Rechts vor.

Schlüsselwörter: *Gesellschaftsrecht – Aktienmarkt – börsennotierte Gesellschaft – Liquidität*

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS **4**

RESUMO **5**

ABSTRACT **6**

FAZIT **8**

1. INTRODUÇÃO **14**

1.1. POR QUE ESTUDAR O TEMA? **14**

1.1.1. Um Problema Interpretativo 16

1.1.2. Um Problema Efetivo 18

1.2. DELIMITAÇÃO: PROTEÇÃO À LIQUIDEZ NO MERCADO *ACIONÁRIO* **19**

1.2.1. Regulação e Fomento à Liquidez 20

1.2.2. Abordagem Societária 20

1.3. ESTRUTURA DA TESE **21**

2. LIQUIDEZ NO MERCADO ACIONÁRIO: CONCEITOS E RELEVÂNCIA **23**

2.1. NO PRINCÍPIO, ERA A LIQUIDEZ **23**

2.2. UMA DISTINÇÃO NECESSÁRIA **25**

2.3. LIQUIDEZ DE MERCADO **28**

2.3.1. Linguagem Corrente: Parâmetro Meramente *Temporal* 28

2.3.2. Volume de Negócios 30

2.3.3. Impactos sobre o Preço 31

2.3.4. Custos de Negociação 33

2.3.5. Possível Definição 34

2.3.6. Três Dimensões do Conceito de Liquidez 35

2.3.6.1. Profundidade 35

2.3.6.2. Amplitude 36

2.3.6.3. Resiliência 37

2.4. MENSURAÇÃO: DIVERSIDADE DE MÉTODOS **38**

2.4.1. Precificação de Ativos e Liquidez de Mercado 38

2.4.2. Diversidade de Métodos 40
2.4.2.1. Principais Critérios 41
2.4.2.2. Índices 42
2.5. BENEFÍCIOS DA LIQUIDEZ 43
2.5.1. Liquidez e Captação de Recursos 43
2.5.2. Liquidez e Volatilidade 45
2.5.3. Liquidez e Planos de Remuneração Baseados em Ações 46
2.5.4. Acesso e Permanência em Segmentos Especiais de Listagem 48
2.6. *LIQUIDEZ* COMO BEM JURÍDICO? 49

3. LIQUIDEZ DO MERCADO ACIONÁRIO: FATORES DETERMINANTES 52
3.1. TRÊS VARIÁVEIS DETERMINANTES 52
3.2. COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES 52
3.3. MICROESTRUTURA DO MERCADO 55
3.3.1. Fragmentação e Liquidez 56
3.3.1.1. Mercados de Bolsa e Balcão 56
3.3.1.2. Mercado de Bolsa no Brasil: Desmutualização e Concentração 58
3.3.1.3. Fragmentação 59
3.3.2. Agentes que fomentam a liquidez 62
3.3.2.1. Formadores de Mercado 63
3.3.2.2. *Dealers* 64
3.3.2.3. Atuação não profissional: companhias e planos de recompra 66
3.3.3. Problemas Atuais 68
3.3.3.1. Mecanismos de negociação em alta frequência 68
3.3.3.2. *Dark Pools* 71
3.4. O PAPEL DA REGULAÇÃO E DA AUTORREGULAÇÃO 73
3.5. DESAFIOS REGIONAIS: A PESQUISA DA IOSCO 76

4. LIQUIDEZ E CONTROLE 80
4.1. CONCENTRAÇÃO E DISPERSÃO 80
4.1.1. Significados 80
4.1.2. Reflexos no Ordenamento Jurídico Vigente 81
4.1.3. A Lei das S.A.: Acionista Controlador e Princípio Majoritário 82

4.1.4. Lei das S.A. e dispersão acionária 86
4.2. CONTROLE E LIQUIDEZ 87
4.3. EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE E LIQUIDEZ 89

5. FECHAMENTO DE CAPITAL 94
5.1. HIPÓTESES E EFEITOS 94
5.1.1. Companhia Aberta e Companhia Fechada 94
5.1.2. Efeitos: Mudança do Regime Jurídico Aplicável e Perda de Acesso ao Mercado Secundário 95
5.1.3. Hipóteses 97
5.2. CANCELAMENTO DE REGISTRO 98
5.2.1. Regime anterior à Lei 10.303/01 98
5.2.1.1. Fundamento legal: Lei n° 6.385/76 98
5.2.1.2. Regime regulamentar 99
5.2.1.3. Mecanismos de Proteção de Natureza Econômica 100
5.2.1.4. Mecanismos de Proteção de Natureza Política 101
5.2.1.5. Exceções 102
5.2.1.6. Liquidação até o limite de 1/3 das ações em circulação 103
5.2.2. Regime Posterior à Lei n° 10.303/01 104
5.2.2.1. Reforma do Art. 4° da Lei das S.A. 104
5.2.2.2. Art. 4°, §4°, da Lei das S.A. 106
5.2.2.3. Art. 4°, §5°, da Lei das S.A. 108
5.2.2.4. Instrução CVM n°. 361/02 109
5.2.2.4.1. A regra de 1/3 – 2/3 110
5.2.2.4.2. OPA para Cancelamento de Registro 111
5.2.3. Apreciação Crítica 112
5.3. FECHAMENTO DE CAPITAL RESULTANTE DE REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS 117
5.3.1. Reorganizações Societárias e Liquidez 117
5.3.2. O tratamento legal 119
5.3.2.1. Redação original e Reforma Promovida pela Lei n° 9.457/97 119
5.3.2.2. Inexistência de ato ilícito em caso de não abertura do capital 120
5.3.2.3. Dúvidas quanto às incorporações de ações 121
5.3.2.4. O posicionamento da CVM 122

5.3.2.5. Situação atual 124
5.3.3. Autorregulação: os Regulamentos de Listagem dos Segmentos Especiais 124
5.3.3.1. Saída resultante de cancelamento de registro 125
5.3.3.2. Saída voluntária 125
5.3.3.3. Saída em virtude de reorganização societária 125
5.3.4. Apreciação Crítica 126

6. A PARTICIPAÇÃO DETIDA PELO ACIONISTA CONTROLADOR 130
6.1. ORIGEM DAS PREOCUPAÇÕES: "FECHAMENTO BRANCO DE CAPITAL" 130
6.1.1. Contexto 130
6.1.2. Significado: um problema de liquidez de mercado 130
6.2. A REAÇÃO AO PROBLEMA 132
6.3. INSTRUÇÕES CVM N° 299/99 E 345/00: OPA PARA AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO . 134
6.4. OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO: A LEI DAS S.A. 136
6.4.1. Requisitos de Incidência previstos na Lei das S.A. 136
6.4.1.1. Ato praticado pelo Acionista Controlador ou Sociedade Controladora 137
6.4.1.1.1. Controle Minoritário? 138
6.4.1.1.2. Controle Compartilhado? 143
6.4.1.2. Aquisição de ações e aumento da participação 147
6.4.1.3. Atingimento de porcentagem que impeça a liquidez: o pecado original 151
6.4.1.3.1. Um problema financeiro 151
6.4.1.3.2. Um conceito formal 152
6.4.1.3.3. Uma contradição interna 154
6.5. A INSTRUÇÃO CVM N° 361/02 156
6.6. PRIMEIRA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO 157
6.6.1. O conceito de Ações em Circulação 159
6.6.1.1. A exclusão dos administradores 160
6.6.1.2. A ausência de critérios qualitativos 161
6.6.2. Os problemas da base de cálculo adotada 161
6.6.2.1. Um problema operacional: variações permanentes 161
6.6.2.2. Fórmula elaborada no caso Suzano 164
6.6.2.3. Equiparação de contextos distintos 166

6.6.2.4. Assimetria quanto à autorregulação 167

6.7. SEGUNDA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 10% DAS AÇÕES DE DETERMINADA CLASSE OU ESPÉCIE, SEM ATINGIMENTO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO 168

6.8. CONTEÚDO DA OBRIGAÇÃO E PROCEDIMENTO ALTERNATIVO 169

6.8.1. OPA por Preço Justo 169

6.8.1.1. Incompatibilidade com o art. 15 da Instrução CVM nº 361/02 170

6.8.1.2. Preço Justo 170

6.8.2. Procedimento Alternativo 171

6.9. APRECIAÇÃO CRÍTICA: QUO VADIS? 172

6.9.1. Inefetividade: Crítica à Lei das S.A. 172

6.9.2. Insegurança Jurídica: Crítica à Regulamentação 174

6.9.3. *Quo Vadis*? 176

7. CONCLUSÕES 178

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 184

1. INTRODUÇÃO

1.1. POR QUE ESTUDAR O TEMA?

Liquidez é um termo polissêmico, empregado com frequência pelos diversos participantes do mercado de capitais.

Administradores de carteira indicam a seus clientes opções de investimento com diferentes graus de liquidez; gestores de fundos de investimento monitoram a liquidez dos ativos detidos pelos respectivos fundos; antes de ingressar no quadro acionário de companhias abertas, investidores institucionais examinam as perspectivas de monetização de seu investimento; e mesmo pequenos poupadores, ao aplicarem recursos na bolsa de valores, informam-se sobre a liquidez dos valores mobiliários que negociam.

No âmbito regulatório, o tema é, igualmente, objeto de ponderações e decisões.

Os órgãos reguladores do sistema financeiro, por exemplo, supervisionam a liquidez das instituições que estão sob sua fiscalização. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM trata, frequentemente, da liquidez do mercado acionário. Não é difícil notar, nesses exemplos, que o vocábulo se refere a *objetos distintos*, ainda que relacionados.[1]

No plano teórico, economistas e administradores são responsáveis pela quase totalidade dos estudos que tomam a liquidez do mercado de capitais *brasileiro* como objeto de análise.[2]

Para citar apenas alguns exemplos, já se escreveu sobre a relação entre liquidez e a rentabilidade do mercado acionário;[3] sobre a diferença entre as cotações de venda e as

---

[1] A diferença entre *liquidez de financiamento* e *liquidez de mercado* será apresentada no Capítulo 2 desta tese.

[2] Embora o tema "liquidez do mercado" tenha realmente entrado na ordem do dia dos economistas relativamente tarde, em meados dos anos 80. Nesse sentido: "Liquidity, marketability or trading costs are among the primary attributes of many investment plans and financial instruments. In the securities industry, portfolio managers and investment consultants tailor portfolios to fit their clients' investment horizons and liquidity objectives. But despite its evident importance in practice, the role of liquidity in capital markets is hardly reflected in academic research." AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 18.

[3] CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; BRESSAN, Aureliano Angel. O Efeito da Liquidez sobre a rentabilidade de mercado das ações negociadas no mercado acionário brasileiro. *In*: **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. Vol. 5, nº. 2, maio/agosto de 2008, pp. 109-119.

cotações de compra (o chamado "*bid-ask spread*") e seus efeitos sobre os "prêmios de liquidez";[4] bem como sobre a relação entre matérias divulgadas pela imprensa acerca de determinada companhia e a liquidez das ações por ela emitidas.[5]

Como se pode perceber, o tema, com suas diversas e complexas ramificações, faz parte do vocabulário cotidiano dos agentes mencionados. E não sem razão: entre os atributos do mercado secundário, prover *liquidez* aos seus participantes é um dos principais.[6]

Portanto, seria de se esperar que ele também interessasse, ao menos em alguma medida, aos juristas que atuam na área ou estudam o direito do mercado de capitais e o direito societário.

Contudo, surpreendentemente, são escassos os trabalhos sobre as regras jurídicas relativas à liquidez do mercado de capitais. Há pouquíssimas exceções a essa lacuna.[7]

Talvez se pudesse alegar que a omissão decorre da eventual impertinência do tema a uma análise propriamente jurídica – e não econômica.

Ao menos dois argumentos refutariam aquela alegação hipotética: **(a)** o tema está associado a questões hermenêuticas relevantes; e **(b)** nos últimos anos, em razão dos impactos produzidos pela economia nacional sobre o mercado de capitais, a efetividade das regras relativas à liquidez do mercado acionário tem sido constantemente colocada à prova.

---

[4] MINARDI, Andrea Maria Accioly F.; SANVICENTE, Antônio Zoratto; MONTEIRO, Rogério. **Bid-ask spread and liquidity premium in Brazil**. Insper Working Paper. WPE: 060/2006. Disponível em <https://core.ac.uk/download/pdf/6228630.pdf>. Acesso em 26 de novembro de 2016.

[5] COSTA, Fernando Torres Baptista da. **Relação entre cobertura da mídia, valor das empresas e liquidez das ações**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. 2015.

[6] Algumas das vantagens associadas à liquidez do mercado acionário estão tratadas no Capítulo 2 desta tese. De todo modo, de forma sintética, cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[7] Entre elas, cf. SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 7 e ss.; NODA, Margareth. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação do Brasil**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015, em que se trata da chamada *fragmentação*, aspecto relevante para a liquidez do mercado acionário; e OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, que constitui a monografia mais abrangente produzida no Brasil sobre o regime jurídico da chamada *dispersão acionária*, com diversas reflexões sobre a liquidez do mercado acionário. Como se pode ver, portanto, apenas o primeiro trabalho citado tem por objeto específico o tema desta tese, ainda que não sob a mesma perspectiva.

1.1.1. Um Problema Interpretativo

A Lei das S.A.[8] faz referência ao termo "liquidez" em mais de um dispositivo, atribuindo-lhe sentidos distintos conforme o contexto.

Por exemplo, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. obriga o acionista controlador a realizar uma oferta pública de aquisição, caso ele adquira participação acionária que "*impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes*".[9]

O art. 136-A e o art. 137, II, da Lei das S.A. afastam o direito de recesso assegurado ao acionista dissidente de certas deliberações sociais caso as ações de sua titularidade "*sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado*".

Finalmente, o art. 178, §1º, da Lei das S.A., ao tratar das regras de elaboração do balanço, estabelece que, "*no ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados*".

O conceito de liquidez empregado em cada dispositivo é distinto daquele adotado nos demais.

Ou seja, a Lei das S.A. emprega o mesmo termo para se referir a objetos que não se confundem. E ela o faz com finalidades diversas: por exemplo, visando à proteção dos acionistas minoritários no art. 4º, §6º; e à proteção ao caixa da companhia nos artigos 136-A e 137, II.

Em outros dispositivos da Lei das S.A., embora não se faça referência expressa ao termo, pode-se verificar a finalidade, ainda que indireta, de fomento ou proteção à liquidez.

Este é o caso, por exemplo, do art. 36 da Lei das S.A., que trata das limitações estatutárias à circulação de ações.

Ao referir-se apenas ao "*estatuto da companhia fechada*", aquele dispositivo veda, *a contrario sensu*, a imposição de restrições estatutárias à circulação de ações emitidas por

[8] Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, referida ao longo deste trabalho apenas como "Lei das S.A.".
[9] O dispositivo em questão será examinado em detalhe no Capítulo 6 desta tese.

companhias abertas – sendo a negociabilidade das ações, evidentemente, um pressuposto de sua liquidez.[10]

Também a regra prevista no art. 4°, §4°, da Lei das S.A., segundo a qual o registro de companhia aberta somente poderá ser cancelado mediante a realização de uma oferta pública que tenha por objeto a aquisição de todas as ações em circulação, tem como uma de suas finalidades a proteção à liquidez proporcionada aos acionistas minoritários pelo mercado secundário.

A dimensão hermenêutica do problema não se esgota na Lei das S.A. A regulamentação expedida pela CVM também disciplina o tema, com base na competência atribuída à autarquia pela Lei das S.A. e pela Lei n° 6.385/76.

Nesse contexto, não foram poucas as questões interpretativas discutidas em casos concretos julgados pela CVM, especialmente quanto ao sentido e ao alcance de dispositivos da Instrução CVM nº 361/02 e das normas regulamentares que a antecederam.[11]

---

[10] O art. 36 da Lei das S.A. corresponde ao §180, Abs. 2, da *Aktiengesetz*. De acordo com Herbert Wiedemann: "*Der Liquiditätsschutz wurde in §180 Abs. 2 AktG sehr hoch eingestuft, so daß dem Kapitaleinleger die jederzeitige Übertragbarkeit garantiert wird.*" WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht**. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 498. Em tradução livre: "*A proteção à liquidez foi bastante prestigiada no §180, Abs. 2 da Lei Acionária, de forma que se garante ao investidor a possibilidade de transferir ações a qualquer tempo*." Quanto à relação entre negociabilidade e liquidez: "Portanto, não há sinonímia entre as palavras circulação e liquidez. Circulabilidade é condição necessária, porém não suficiente para gerar liquidez." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 12.

[11] Por exemplo, nos seguintes processos administrativos: Processo Administrativo CVM n° RJ 2010/13241 (Caso Suzano), Rel. Otavio Yazbek, julgado em 19 de abril de 2011. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070628_R1/20070628_D12.html>; Processo Administrativo CVM n° RJ 2010/15144 (Caso Embratel), Rel. Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 27 de dezembro de 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20111227_R1/20111227_D03.html>; Processo Administrativo CVM n° RJ 2012/14764 (Caso NET), Rel. Otavio Yazbek, julgado em 10 de julho de 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130730_R1/20130730_D15.htm>l; Processo Administrativo CVM n° RJ 2014/3723 (Caso Sofisa), Rel. SRE/GER-1, julgado em 20 de maio de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140520_R1/20140520_D02.html>. Processo Administrativo CVM n° RJ 2014/4393 (Caso Cremer), Rel. SRE, julgado em 03 de junho de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D02.html>; Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/6527 (Caso Santander), Rel. Alexandre Pinheiro Machado, julgado em 04 de setembro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140905_R1/20140905_D01.html.>; Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/12977 (Caso Biosev). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20141216_R1/20141216_D07.html>.

Diante disso, ainda que se argumente que a liquidez do mercado de capitais é um problema colocado especialmente aos economistas, não se deve ignorar que o tema desperta dúvidas interpretativas relevantes no âmbito do direito societário.

1.1.2. Um Problema Efetivo

O jovem mercado de capitais brasileiro, a exemplo do que acontece em outros países, experimenta ciclos de crescimento e retração.

Há pouco mais de dez anos, vivia-se o seu apogeu: companhias abriam seu capital semanalmente, captando recursos vultosos por meio de ofertas públicas iniciais.[12] As principais questões jurídicas então discutidas diziam respeito às estruturas de governança adotadas e aos mecanismos então empregados nas ofertas públicas iniciais.

A euforia daquele momento não foi suficiente para que se desconsiderasse uma das características históricas do mercado de capitais brasileiro: sua baixa liquidez. Não havia se passado sequer uma década desde que o objeto das discussões eram operações de fechamento de capital e movimentos de concentração acionária.

Não por outro motivo, 100% das companhias que recorreram ao mercado de capitais entre 2003 e 2006 e ingressaram no chamado Novo Mercado – segmento especial de listagem da BM&FBOVESPA –, incluíram em seus prospectos um fator de risco relacionado à baixa liquidez do mercado acionário.[13]

---

[12] Sobre esse período do mercado de capitais, cf. PEREIRA, José Olympio. *Habemus* Mercado. *In*: BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysotomo de Oliveira (Orgs.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro | São Paulo: Contra Capa | ANBID, 2005, pp. 249 e ss. Sobre outros períodos, cf. COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006; BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. **Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: a história de um mercado**. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995; ROCCA, Carlos Antonio; SILVA, Marcos Eugênio da; CARVALHO, Antonio Gledson. **Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico: os desafios da Bovespa**. São Paulo: Bovespa, 1999; TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. **Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010; VITAL, Sebastião Marcos; NESS JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais: uma avaliação crítica. *In:* **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 13, n. 1, 1973.

[13] Em geral, a redação desse fator de risco se repete nos diferentes prospectos, da seguinte forma: "Um mercado ativo e líquido para nossas Ações pode não ser desenvolvido, limitando nossa capacidade de revender nossas Ações de acordo com os preços e períodos desejados".

Nos dias de hoje, o mercado de capitais é certamente muito diferente do que era no final dos anos 90. Ele tampouco se parece com o mercado pujante em que se transformou na década passada.

Ao invés de ofertas públicas iniciais, o que se tem visto, nos últimos quatro anos, são operações de fechamento de capital e tentativas de aquisição de controle envolvendo companhias com capital disperso.

Nesse contexto de concentração acionária, as regras relacionadas à liquidez do mercado de capitais vêm sendo frequentemente testadas. Portanto, além das questões hermenêuticas a elas relacionadas, sua efetividade tem despertado reflexões práticas.

1.2. DELIMITAÇÃO: PROTEÇÃO À LIQUIDEZ NO MERCADO *ACIONÁRIO*

A expressão *liquidez do mercado de capitais* é extremamente abrangente e, por si só, não indica qual será o objeto específico desta tese.

No mercado de capitais, negociam-se *valores mobiliários* de diversas naturezas: títulos de dívida (como as debêntures e as notas promissórias); títulos de participação (as ações e bônus de subscrição), títulos híbridos (as debêntures conversíveis), entre outros.

Aqueles títulos podem ser negociados em diferentes *ambientes de negociação* – isto é, no *mercado de bolsa*, no *mercado de balcão*, privadamente ou em *sistemas alternativos de negociação*.[14]

O objeto desta tese restringe-se a um único valor mobiliário e a um único mercado organizado: serão examinadas, exclusivamente, as regras jurídicas referentes à liquidez de *ações* negociadas em *bolsa de valores*.

Portanto, não serão analisadas regras jurídicas relacionadas à liquidez de outros valores mobiliários – apesar da imensa relevância que um estudo dessa natureza teria para os participantes do mercado secundário.[15]

O tema pode ser abordado ao menos sob duas perspectivas jurídicas.

---

[14] As principais características desses mercados serão examinadas no Capítulo 3 desta tese.

[15] Em trabalhos de finanças, o tema é examinado com certa frequência. Cf., por exemplo, SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. Liquidez das Debêntures no Mercado Brasileiro. *In:* **Revista de Administração 43**, n. 2, 2008, p. 176 e ss.

1.2.1. Regulação e Fomento à Liquidez

Ele poderia ser examinado, em primeiro lugar, sob o prisma das regras que visam a *fomentar* a liquidez do mercado acionário, ou seja, como um problema essencialmente regulatório.[16]

Nessa hipótese, parte substancial da investigação recairia sobre questões referentes à *microestrutura de mercado* e abrangeria aspectos como o funcionamento do mercado de bolsa; os mecanismos de negociação em alta frequência (*high frequency trading*); a atuação dos agentes contratados para fomentar *liquidez*, como os *formadores de mercado*; entre outros.

A pergunta central, sob essa perspectiva, seria a seguinte: *quais aspectos do mercado acionário influenciam sua liquidez, e como regulá-los?*

As respostas a essa pergunta constituem um universo demasiadamente amplo.

Em última análise, tudo o que concerne ao mercado secundário diz respeito, ainda que indiretamente, à sua liquidez: regras sobre a divulgação de informações; sobre o funcionamento dos sistemas de negociação; sobre os procedimentos de liquidação de operações; sobre a concorrência entre bolsas de valores; e assim por diante. Cada um desses temas poderia ser objeto de teses específicas – como, aliás, ocorre com frequência.[17]

Este não será o enfoque desta tese. Não obstante, o Capítulo 3 apresentará um panorama dos principais fatores que podem influenciar a liquidez do mercado acionário.

1.2.2. Abordagem Societária

Em segundo lugar, o tema pode ser examinado sob a perspectiva do direito societário.

Nesse contexto, a análise recairia sobre as regras jurídicas que disciplinam as relações entre os acionistas de uma companhia aberta e as condutas que podem afetar a

[16] Sobre as relações entre a regulação e o mercado financeiro e de capitais, cf. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 175 e ss.
[17] As principais referências bibliográficas a respeito estão indicadas no Capítulo 3 desta tese.

liquidez das ações – *e.g.* a decisão de cancelamento do registro de companhia aberta ou o aumento da participação acionária detida pelo acionista controlador.

As regras societárias pertinentes à matéria serão examinadas nos Capítulos 4, 5 e 6. Elas constituem o cerne desta tese.

1.3. ESTRUTURA DA TESE

Esta tese está dividida em 7 Capítulos, incluindo esta Introdução e a Conclusão.

No Capítulo 2, a *liquidez* do mercado acionário será examinada sob a ótica da literatura econômica. O propósito é definir o conceito; indicar as possíveis formas de mensuração da liquidez do mercado acionário; e apontar os benefícios trazidos pela liquidez tanto aos acionistas quanto às companhias abertas.

No Capítulo 3, serão expostos os principais fatores que influenciam a maior ou menor *liquidez* do mercado acionário, notadamente o *comportamento dos investidores*; a chamada *microestrutura do mercado*; e *o papel da regulação e da autorregulação*. Além disso, serão examinados fatores relevantes no contexto de mercados emergentes, em especial a chamada *concentração acionária* – problema pertinente ao mercado brasileiro.

No Capítulo 4, apresenta-se a relação entre as estruturas de capital *concentrado* e *disperso* e o arcabouço societário vigente. Nesse sentido, pretende-se demonstrar de que forma, em um mercado caracterizado pela concentração acionária, cabe à legislação societária impor limites às possíveis condutas do acionista controlador que possam causar impactos negativos sobre a liquidez do mercado acionário.

No Capítulo 5, serão examinadas as principais hipóteses de fechamento de capital, resultantes do exercício do poder de controle, bem como as regras vigentes sobre o tema no Brasil. Busca-se apontar, nesse contexto, as graves assimetrias existentes entre as regras que tratam do chamado *cancelamento de registro* e aquelas aplicáveis ao fechamento de capital em decorrência de reorganização societária.

No Capítulo 6, apresentam-se as regras referentes à chamada OPA por aumento de participação – mecanismo próprio do direito societário brasileiro, que visa a coibir o "impedimento de liquidez" resultante da aquisição de ações pelo acionista controlador de

companhia aberta. Pretende-se demonstrar que a regra desperta questões hermenêuticas relevantes, além de se apresentarem dúvidas quanto à sua efetividade.

Por fim, no Capítulo 7, serão expostas, de forma consolidada, as conclusões e propostas de alteração do arcabouço normativo vigente feitas ao longo do trabalho.

2. LIQUIDEZ NO MERCADO ACIONÁRIO: CONCEITOS FUNDAMENTAIS E RELEVÂNCIA

2.1. NO PRINCÍPIO, ERA A LIQUIDEZ

Um mercado organizado de valores mobiliários nada mais é do que um ambiente criado para possibilitar o encontro de compradores e vendedores de determinados ativos.[18]

Entre essa definição simplória e o efetivo funcionamento dos mercados atuais há, evidentemente, um abismo.

Vendedores e compradores não se "encontram" – o que não acontecia sequer quando os pregões ao redor do mundo eram realizados presencialmente. O acesso a sofisticados sistemas eletrônicos de negociação ocorre, em geral, por meio de intermediários, que atuam no estrito cumprimento de ordens ou com certa margem de discricionariedade.[19]

As bolsas de valores de diversos países têm investido em estruturas para hospedar, em suas sedes, robôs programados com algoritmos que emitem centenas de ordens de compra e venda em frações de segundos.[20]

Legisladores e reguladores buscam preservar a estabilidade sistêmica dos mercados e se deparam diariamente com novos desafios: estratégias de negociação inéditas; questões associadas à disseminação de informações aos participantes do mercado; concorrência

[18] Sobre as origens dos mercados organizados, e especificamente sobre aquele que é considerado o primeiro mercado de bolsa, cf. o interessante trabalho de PETRAM, Lodewijk. **De bakermat van de beurs**: **Hoe in zeventiende-eeuws Amsterdam de moderne aandelenhandel ontstond**. 4 e. Atlas Contact, Uitgeverij, 2013. No sentido do texto: "Securities market are mechanism for bringing buyers and sellers together and enabling them to trade." FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 15.

[19] Sobre a atuação dos intermediários em geral, cf. COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities regulation: cases and materials**. Fifth Edition. New York: Aspen Publishers, 2006, p. 1023 e ss.; e HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 139 e ss.; sobre a atuação nos intermediários no Brasil, cf. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 145 e ss.; TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 347 e ss.; e o pioneiro estudo: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários**. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, 1979, em especial p. 46 e ss.

[20] Esses mecanismos serão examinados no capítulo seguinte.

entre bolsas de valores; crises motivadas por contextos econômicos desfavoráveis; e assim por diante.

Para o leigo, a engrenagem parece demasiadamente complexa e os jargões, muitas vezes marcados por corruptelas linguísticas baseadas em estrangeirismos, podem ser desanimadores: "você viu que ele *shorteou* aquela ação?"; "há um risco de *squeeze-out*"; "essa companhia tem *poison pill*".

Mas por trás de tudo, desde o início, está o princípio enunciado no primeiro parágrafo.

Por mais que os demais objetivos tenham se expandido e a atuação dos diversos participantes possa ser de difícil compreensão, a missão *sine qua non* de todos os mercados de valores mobiliários é, e sempre será, possibilitar a realização de negócios entre compradores e vendedores. Esta finalidade "*nunca foi abandonada e permanece como a principal questão de todo o aparato*".[21]

Aquela máxima poderia ser enunciada de outra forma, sem que nada se alterasse em seu conteúdo: o propósito dos mercados organizados de valores mobiliários é *propiciar liquidez* aos seus participantes. É o que afirmam, quase como um mantra, incontáveis manuais de economia e direito.[22]

Na verdade, essa finalidade deve ser atribuída especificamente ao chamado mercado *secundário* – do qual fazem parte as bolsas de valores, e no qual o fluxo de recursos ocorre diretamente entre *investidores*, isto é, entre *poupadores de recursos*.[23]

---

[21] "One of the primary functions of these markets has been from the first to secure ready convertibility of securities into cash – "liquidity" as financiers say – hence the requirement that there be a constant supply of both buyers and sellers. This object has never been abandoned and remains the dominant motive in the entire machinery". BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. Tenth Printing. Transaction Publishers: New Brunswick (U.S.A.) and London (U.K.), 2009, p. 258.

[22] Para citar apenas alguns exemplos: BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporation Law and Economics**. New York: Foundation Press, 2002, p. 76; EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 294; HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 209; MERWE, Andria Van Der. **Market Liquidity Risk: Implications for Asset Pricing, Risk Management, and Financial Regulation**. New York: Palgrave Macmillan, 2015, p. 39.

[23] Sobre as diferenças entre o mercado primário e o mercado secundário, cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 209 e ss.

No mercado *primário*, o objetivo primordial é a captação, por *emissores* de valores mobiliários, de recursos da poupança popular, como meio de financiamento a projetos específicos – no caso das companhias, a exploração da atividade empresarial.

O mercado *primário* possui grande relevância para as companhias. Ele se coloca, ao menos em tese, como uma alternativa ao sistema bancário.

Consequentemente, ele pode contribuir para a redução do custo de capital e do endividamento das companhias – que podem captar recursos por meio da emissão de *títulos de participação*.

A literatura econômica é farta ao demonstrar a correlação entre o mercado *primário* e o mercado *secundário*. O primeiro depende do segundo, e vice-versa.[24]

Portanto, na medida em que *propiciar liquidez* é a principal finalidade do mercado *secundário*, o eventual fracasso dessa missão compromete o mercado de capitais *como um todo*, inviabilizando-o.

Mas o que significa, afinal, *liquidez de mercado*, e quais aspectos caracterizam um mercado mais ou menos líquido?

2.2. UMA DISTINÇÃO NECESSÁRIA

Mesmo entre economistas consagrados, parece existir ao menos um consenso quando se escreve sobre *liquidez*: trata-se de um conceito evasivo; de um atributo que se consegue identificar na realidade, mas que, assim como a pornografia, é de difícil definição.[25]

---

[24] Veja-se, nesse sentido, a incisiva constatação de Alfredo Lamy Filho e de José Luiz Bulhões Pedreira: "A verdadeira razão pela qual não temos um mercado primário é que o nosso mercado é praticamente constituído apenas de produtores e intermediários. É indiscutível que, existindo um mercado primário, o mercado da Bolsa desempenha função da maior relevância, que é a de proporcionar liquidez aos investidores do mercado primário, induzindo-os, desse modo, a aceitar maior grau de imobilização de suas poupanças em ações. Mas o funcionamento de um mercado secundário sem que exista o primário se transforma em jogo de ciranda, em que especuladores trocam suas posições de aplicadores de capital em ações já em circulação, procurando uns ganharem à custa dos outros e, sempre que possível, à custa de alguns incautos induzidos a fazer experiências amadoristas de especulação, sem nenhuma contribuição para o aumento da capitalização da empresa privada." LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 149.

[25] "*Liquidity* and its converse, illiquidity, are elusive concepts: You know it when you see it, but it is hard to define." AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market Liquidity**: **Asset Pricing, Risk and Crises.** New York: Cambridge University Press, 2013, p. IX. A comparação com a

De forma anedótica, compara-se *liquidez* ao guarda-chuva proverbial: sua existência somente é notada por faltar no momento em que dele mais se necessita.[26]

A amplitude do vocábulo se revela sistematicamente nos trabalhos sobre o tema. Muitas vezes, emprega-se o termo como se fosse autoexplicativo. Fala-se com a mesma naturalidade em *liquidez* quando se examina o sistema bancário e as regras de Basiléia; ou quando se faz alusão à negociabilidade de um valor mobiliário, ainda que não se queira dizer a mesma coisa.[27]

Mas essa realidade nem sempre foi assim. Até o início dos anos 30 do século passado, o termo *liquidez* não era corrente na literatura econômica. A partir dos trabalhos de JOHN MAYNARD KEYNES,[28] ele popularizou-se e ultrapassou a teoria para ingressar no vocabulário dos negócios.[29]

Foi KEYNES quem apontou a correlação entre a liquidez de determinado título e as taxas de juros incidentes sobre o seu valor principal.[30]

Em linhas gerais, as taxas de juros incidentes sobre o valor principal de um título corresponderiam, de forma inversamente proporcional, à sua conversibilidade em dinheiro,

---

pornografia – inequívoca alusão à famosa decisão da Suprema Corte Americana no caso *Jacobellis v. Ohio* – é de O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Massachusetts: Blackwell, 1995, p. 215.

[26] MERWE, Andria Van Der. **Market Liquidity Risk: Implications for Asset Pricing, Risk Management, and Financial Regulation**. New York: Palgrave Macmillan, 2015, p. 1.

[27] "Given its importance, you would expect that the term *liquidity* would be well defined and universally understood. In fact, liquidity means different things to different people. Traders and regulators talk about it all the time, but rarely are they clear about what they mean. Consequently, they often fail to communicate about liquidity." HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

[28] Em especial, KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money**. Two Volumes Complete in One. First Published 1930. Connecticut: Martino Publishing, 2011; KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Originally Published 1953. California: Harcourt, 1965.

[29] A afirmação é de John Hicks: "If one looks at the older 'practical' books on money and finance it seems quite hard to find an example of the use of the word *liquidity*. (…) I would suggest that there is a good deal of evidence that it is a Keynesian word: that it would never have had the career that it has if it had not been for the use that Keynes made of it. It is one of the words that have come out of economic discussion into practical affair." HICKS, John R. Liquidity. *In*: **The Economic Journal 72**, nº 288, 1962, p. 788. A constatação de Hicks parece encontrar confirmação no NGram Viewer: <https://books.google.com/ngrams/graph?content=liquidity&year_start=1800&year_end=2000&corpus=15&smoothing=3&share=&direct_url=t1%3B%2Cliquidity%3B%2Cc0>. Último acesso em 21 de dezembro de 2016.

[30] KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Originally Published 1953. California: Harcourt, 1965, p. 166 e ss.

como forma de compensação à perda de liquidez suportada pelos potenciais adquirentes daquele título.[31]

KEYNES também apontou a situação que ficou posteriormente conhecida como *armadilha de liquidez*, de grande importância para a regulação bancária e para a elaboração de políticas monetárias.[32]

Em síntese, uma *armadilha de liquidez* ocorreria quando **(a)** um banco central injetasse dinheiro no sistema bancário – *e.g.* por meio da aquisição de títulos de dívida – visando à redução das taxas de juro e ao estímulo da economia; **(b)** mas não obtivesse êxito, em virtude da escolha, por investidores, de alternativas de investimento mais líquidas.[33]

Apesar de sua inquestionável importância, as teorias de KEYNES não dizem respeito ao objeto deste trabalho.

Não se pretende, nesta tese, examinar o comportamento de agentes econômicos ou os fundamentos para a tomada de decisões de investimento. Busca-se apenas investigar de que forma certas regras jurídicas vigentes no Brasil tratam da chamada *liquidez de mercado*.

Para essa finalidade, é importante diferenciar, em primeiro lugar, dois conceitos correntes na literatura especializada: *liquidez de mercado* e *liquidez de financiamento*.[34]

---

[31] Trata-se do problema conhecido como "preferência por liquidez": "Thus, the rate of interest at any time, being the reward for parting with liquidity, is a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquid control over it. The rate of interest is not the 'price' which brings into equilibrium the demand for resources to invest with the readiness to abstain from present consumption. It is the 'price' which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash; - which implies that if the rate of interest were lower, *i.e.* if the reward for parting with cash were diminished, the aggregate amount of cash which the public would wish to hold would exceed the available supply, and that if the rate of interest were raised, there would be a surplus of cash which no one would be willing to hold." KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Originally Published 1953. California: Harcourt, 1965, p. 167.

[32] A expressão foi aparentemente cunhada pelo economista Dennis Holmes Robertson, como explica John Hicks. Cf. HICKS, John. The Monetary Theory of D. H. Robertson. *In*: **Economica**, New Series, 9, n. 33, 1942, p 56.

[33] Cf. KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Originally Published 1953. California: Harcourt, 1965, p. 194 e ss.

[34] Observe-se que há outras classificações relevantes, como a chamada "liquidez monetária", as quais não serão examinadas neste trabalho.

Liquidez de financiamento se refere, em síntese, à capacidade de um agente de cumprir suas obrigações financeiras no momento em que são devidas.[35]

Trata-se de aspecto central para a regulação do sistema bancário. É sob essa perspectiva que se analisa a liquidez de uma instituição financeira, tanto no curso de seu funcionamento regular quanto em situações das chamadas *corridas aos bancos*.[36]

A *liquidez de financiamento* está diretamente associada à *liquidez de mercado*. Diversas pesquisas demonstram que quanto maior for a *liquidez de mercado* em um determinado contexto, maior será a *liquidez de financiamento* – mitigando-se os chamados *riscos de liquidez*.[37]

Os problemas relativos à chamada *liquidez de financiamento*, bem como as regras prudenciais destinadas a mitigar riscos de liquidez no âmbito dos sistemas bancários não serão examinados nesta tese.

2.3. LIQUIDEZ DE MERCADO

2.3.1. Linguagem Corrente: Parâmetro Meramente *Temporal*

Em uma definição popular, afirma-se que *liquidez de mercado* corresponde à facilidade de conversão de um ativo em moeda corrente.

Menciona-se a "*facilidade*" de se negociar um ativo como sinônimo de "*velocidade*". Quanto mais rapidamente se puder negociar, mais líquido será o objeto do negócio.

Aquela definição é empregada em diferentes esferas econômicas: no mercado imobiliário, quando se diz que um imóvel "tem liquidez"; no mercado de títulos de dívida, quando se examina a "facilidade de negociação" de um título de crédito; no mercado

[35] FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 9.

[36] Sobre os possíveis modelos, objetivos e fundamentos pertinentes à regulação do sistema bancário – e do sistema financeiro em geral –, cf. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 175 e ss.

[37] Cf., por todos, com abrangente indicação de literatura a respeito, BRUNNERMEIER, Markus K.; PEDERSEN, Lasse Heje. Market liquidity and funding liquidity. *In*: **Review of Financial studies 22**, nº 6, 2009, p. 2201 e ss.

acionário, quando se faz referência à "liquidez" das ações de uma companhia; e assim por diante.

No contexto do mercado de valores mobiliários, e especialmente entre os juristas, a noção corrente e imprecisa de *liquidez* é, muitas vezes, transposta sem maiores cuidados para a linguagem técnica.

Para citar apenas um exemplo, PAULO CÂMARA afirma que *liquidez* corresponde à "*facilidade de alienação dos valores mobiliários, atenta a intensidade da sua transmissão em mercado.*"[38]

Apesar de sua ampla difusão, a definição aborda o tema exclusivamente a partir de um *parâmetro temporal* – isto é, a *velocidade de negociação*. Embora se trate de um aspecto fundamental e constitua ao menos um indício de que um ativo é líquido, aquele certamente não é o único parâmetro relevante.

Pelo contrário: ao analisar-se a *liquidez* de um ativo apenas sob a ótica do tempo necessário para negociá-lo, pode-se incorrer em equívocos.

Por exemplo, o titular de apenas dez ações de uma companhia provavelmente conseguiria aliená-las rapidamente – tanto em um mercado saudável, quanto em um mercado a caminho de um colapso (como, aliás, certamente ocorreu em alguma tarde de 1929...).[39]

O titular de uma quantidade maior de ações provavelmente não teria dificuldades para aliená-las rapidamente caso as ofertasse por preço substancialmente inferior ao preço médio dos últimos negócios realizados com aquele ativo. Nesse caso, o preço desconectado do mercado provavelmente tornaria ainda mais célere a celebração do negócio.

---

[38] CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2ª edição. Coimbra: Almedina, 2011, p. 197.

[39] Sobre a ilusão que se criou quanto à prosperidade e à profundidade do mercado na década de 20 do século passado, cf., por todos, o clássico trabalho de GALBRAITH. John, Kenneth. **The Great Crash 1929**. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2009, em especial p. 66 e ss.

Finalmente, o tempo necessário para a alienação daquelas dez ações possivelmente nada diria sobre os custos despendidos por seu titular – sejam os custos *explícitos*, sejam os custos *implícitos* de negociação.[40]

As situações indicadas, em sua simplicidade, ilustram três elementos que constituem o conceito de liquidez, de forma complementar àquele de ordem temporal.

2.3.2. Volume de Negócios

O primeiro elemento complementar diz respeito ao *volume de negócios realizados com determinado valor mobiliário*.

Uma ordem de venda tendo por objeto uma quantidade ínfima de ações poderia ser rapidamente executada. Disso não se poderia inferir que as ações são líquidas – ao menos não sem a análise de como uma *quantidade maior de ações* seria absorvida pelo mercado caso houvesse ofertas simultâneas.[41]

A quantidade de negócios é um importante parâmetro para que se avalie a liquidez de um valor mobiliário. Trata-se de um sinal de *continuidade* do mercado e de que há um número significativo de compradores e vendedores dispostos a negociar o valor mobiliário em questão.

Tão relevante quanto o volume de negócios celebrados é a quantidade de ordens de compra e venda *em aberto*. Como se verá adiante, as ordens em aberto são um dos principais indicativos da liquidez de um mercado – especialmente quando avaliadas sob a perspectiva de seus preços e de seu equilíbrio.[42]

---

[40] A diferença entre custos *explícitos* e *implícitos* será apresentada ao longo deste Capítulo. A expressão "custos de negociação" empregada na tese corresponde à expressão inglesa "*transaction costs*", não raramente traduzida como "*custos de transação*". Apesar da difundida utilização dessa tradução, optou-se pela forma do texto para que se evite qualquer confusão com o contrato típico de transação, previsto nos arts. 840 e ss. do Código Civil Brasileiro.

[41] Sobre a quantidade de ações negociadas como um indicador de liquidez, cf. DATAR, Vinay T.; NAIK, Narayan Y; RADCLIFFE, Robert. Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *In*: **Journal of Financial Markets 1**, nº 2, 1998, p. 203 e ss. O objetivo do trabalho é, a partir de modelo econométrico, testar a relação entre liquidez e retorno da ação. Cf., ainda, HARRIS, Lawrence E. **Liquidity, Trading Rules, and Electronic Systems**. Monograph Series in Finance and Economics. New York University Salomon Center. Monograph 1990-4, p. 3; e BLACK, Fischer. Toward a Fully Automated Stock Exchange. *In*: **Financial Analysts Journal**, 27, nº 4, 1971, p. 31.

[42] Cf. CHORDIA, Tarun; ROLL, Richard; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Order Imbalance, Liquidity, and Market Returns. *In*: LHABITANT, François-Serge; GREGORIOU, Greg N. **Stock market liquidity: implications for market microstructure and asset pricing**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008, p. 3 e

Em outras palavras, um valor mobiliário negociado rapidamente não será considerado líquido caso seja objeto apenas de negócios esparsos.

2.3.3. Impactos sobre o Preço

O segundo elemento complementar corresponde aos impactos dos negócios celebrados sobre os *preços dos ativos negociados*.

Uma das principais características dos mercados de bolsa é o processo de formação pública do preço dos valores mobiliários negociados.

Em geral, as cotações das ordens de compra e venda são divulgadas aos participantes do mercado e um negócio é realizado quando há convergência dos preços ofertados pelas potenciais contrapartes – isto é, quando o preço de uma ordem de venda corresponde ao preço de uma ordem de compra.

O preço de um valor mobiliário negociado publicamente é determinado por diversos fatores. As informações disponíveis sobre o ativo e a relação entre oferta e demanda desempenham um papel relevante.[43]

As variações de preço podem ocorrer, entre outros fatores, porque os potenciais compradores e vendedores de um valor mobiliário alteraram sua percepção sobre aquele ativo – por exemplo, em virtude da divulgação de um aviso de fato relevante.[44] Quando

---

ss.; AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 18 e ss.

[43] Nesse sentido, cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *In*: **Virginia Law Review**. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1984; MERWE, Andria Van Der. **Market Liquidity Risk: Implications for Asset Pricing, Risk Management, and Financial Regulation**. New York: Palgrave Macmillan, 2015, p. 44 e e ss; e o clássico AKERLOF, George. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *In*: **The Quarterly Journal of Economics**, Massachusetts: MIT Press, v. 84, n° 3, 1970.

[44] Na definição prevista na legislação e na regulamentação em vigor, um evento é relevante justamente em função de sua capacidade de influir no preço das ações. Nesse sentido, cf. art, 155, §1º, da Lei das S.A.: *"Art. 155 - § 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."*. Cf., ainda, art. 2º da Instrução CVM nº 358/02: "*Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionistacontrolador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;*

isso ocorre, os preços supostamente passam a refletir o novo consenso quanto ao valor do ativo.

Mas as oscilações nem sempre ocorrem por motivos racionalmente justificáveis. Nada há de incomum na situação em que o preço de um ativo é substancialmente alterado sem que uma nova informação sobre ele tenha sido divulgada, ou sem que um novo fato tenha ocorrido.

Nesses casos, as oscilações são, muitas vezes, creditadas a desequilíbrios entre oferta e demanda, ocasionados por movimentos de mercado.

Por exemplo, porque as melhores ordens de venda em aberto estão distantes das melhores ordens de compra – até que um potencial comprador, interessado em realizar o negócio rapidamente, cede e vai ao encontro do preço ofertado por potenciais vendedores, causando um *impacto no mercado*.

Nesse contexto, a liquidez de um ativo também deve ser avaliada sob o prisma da *estabilidade de seu preço* em face dos negócios realizados.[45]

Ao menos em tese, o preço de um ativo *líquido* está menos sujeito a oscilações injustificadas. Por outro lado, o preço de um ativo *ilíquido* pode sofrer alterações bruscas em intervalos curtos de tempo, sem que isso decorra de mudanças de percepção sobre o ativo.[46]

A estabilidade do preço de um valor mobiliário está diretamente relacionada ao parâmetro mencionado no item anterior, ou seja, a quantidade de negócios realizados.[47]

Essa relação é intuitiva: quanto maior o número de compradores e vendedores para um ativo, mais claro será o suposto consenso quanto ao seu valor; e menos suscetível estará o preço a impactos aleatórios.

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados."

[45] Nesse sentido, cf. LEHALLE, Charles-Albert; LARUELLE, Sophie. **Market Microstructure in Practice**. Toh Tuck Link: World Scientific, 2013, p. 23.

[46] Sobre o tema, cf. HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 413-414.

[47] GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 9.

De fato, mesmo quem jamais participou do mercado acionário saberá, intuitivamente, que o preço médio de uma ação negociada um milhão de vezes provavelmente será mais estável – e consequentemente previsível – do que o preço médio de uma ação negociada dez vezes.

Isso não significa, evidentemente, que os negócios realizados não possam produzir impactos relevantes também sobre o preço de ativos líquidos.

Na verdade, é mesmo esperado que o preço seja impactado quando o objeto de uma oferta for um grande lote de determinado ativo. Embora um mercado líquido possa absorver rapidamente a alienação de uma grande quantidade de ações ofertadas simultaneamente, sua concentração *em um único negócio* pode ocasionar – e em geral ocasiona – impactos sobre o preço.[48]

Em síntese, a estabilidade do preço de um valor mobiliário constitui um dos aspectos mais relevantes quando se fala em *liquidez*. Quanto mais líquido for, provavelmente menor será sua *volatilidade*, como se verá adiante.[49] É para essas situações que os mercados criam mecanismos específicos de negociação – como a realização de leilões.

2.3.4. Custos de Negociação

O terceiro elemento complementar à velocidade das negociações consiste nos *custos para realizá-las*, isto é, nos chamados *custos de negociação*.

Quanto mais líquido for um ativo, menores serão os seus custos de negociação *explícitos* e *implícitos*.[50]

---

[48] "The ability to handle large amounts of stock in short periods of time without changing the price of the stock is not a characteristic of a liquid market". BLACK, Fischer. Toward a Fully Automated Stock Exchange. *In*: **Financial Analysts Journal**, 27, nº 4, 1971, p. 31.

[49] No item 2.5.2 deste Capítulo.

[50] "In many respects, illiquidity and trading costs are two sides of the same coin. Trading is impeded by taxes and commissions; order handling, clearance, and settlement costs; trading halts, blockages, and other trading restrictions; and the potentially adverse price impact of a big order from a large trader in a relatively thin market." SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 63-64. Cf., ainda, o clássico trabalho de DEMSETZ, Harold. The Cost of Transacting. *In*: **The Quarterly Journal of Economics 82**, nº 1, 1968, p. 33 e ss.

Os custos *explícitos* correspondem às comissões de corretagem, emolumentos, tributos, e assim por diante. De modo geral, não é difícil conhecê-los antecipadamente, calculando-se o montante despendido com uma operação de compra ou venda.

Por outro lado, os custos *implícitos*, de mais difícil definição, correspondem aos eventuais descontos feitos sobre o preço de um ativo em virtude de sua maior ou menor liquidez, bem como aos custos associados ao tempo necessário para que se negocie um ativo *ilíquido*.[51]

Quando se adquire um valor mobiliário *ilíquido*, dificilmente se saberá por qual preço será possível aliená-lo em um futuro próximo, ainda que se presuma a inocorrência de eventos extraordinários. Consequentemente, é natural que essa dificuldade seja diretamente refletida no preço que se está disposto a pagar por aquele valor mobiliário.

Além disso, pode-se dar uma ordem de venda de um valor mobiliário *ilíquido* quando o mercado estiver em um determinado patamar de preço; e se assistir à drástica redução daquele patamar antes da celebração do negócio pretendido. Trata-se de problema conhecido, relativo à *incerteza do preço de execução*.[52]

2.3.5. Possível Definição

Com base nos elementos mencionados, pode-se chegar a uma definição mais abrangente e precisa do que aquela difundida popularmente: a *liquidez* de um valor mobiliário consiste na possibilidade de negociá-lo *rapidamente*, em *grandes quantidades*, *com baixos custos de negociação* e *com poucos impactos sobre o preço do ativo*.[53]

Essa definição contempla, de forma sintética, os quatro parâmetros referidos nos tópicos anteriores: *velocidade*, *volume*, *custos de negociação* e *impactos sobre o preço* de determinado ativo.

---

[51] SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 66.

[52] "The prices at which market orders trade depend on current market conditions. Since market conditions can change quickly, traders who use market orders risk trading at worse prices than they expect. Economists call this risk *execution price uncertainty*." HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 73.

[53] Esta é a definição de LIU, Weimin. A Liquidity-augmented Capital Asset Pricing Model. *In:* **Journal of financial Economics 83**, nº 3, 2006, p. 631; de HARRIS, Lawrence E. **Liquidity, Trading Rules, and Electronic Systems**. Monograph Series in Finance and Economics. New York University Salomon Center. Monograph 1990-4, p. 3; entre outros.

O conceito de *liquidez* refere-se tanto às *aquisições* quanto às *alienações* de valores mobiliários.

Ao emitir uma ordem de compra que tenha por objeto um ativo *ilíquido*, o potencial adquirente poderá causar um impacto sobre o preço daquele ativo. Por exemplo, porque potenciais vendedores perceberam a demanda compradora e ajustaram o preço de suas respectivas ordens de venda. O mesmo poderia ocorrer no sentido contrário.

Por esse motivo, afirma-se que *liquidez* é o objeto de uma "*busca bilateral*", na qual *"compradores buscam vendedores e vendedores buscam compradores*". Quando um comprador encontra um vendedor disposto a negociar em termos aceitáveis para ambos, o comprador encontra liquidez; e vice-versa.[54]

2.3.6. Três Dimensões do Conceito de Liquidez

O conceito de *liquidez* apresentado compreende três dimensões dos mercados de valores mobiliários: *profundidade*, *amplitude* e *resiliência*.[55]

2.3.6.1. Profundidade

A primeira dimensão – *profundidade* – é definida de diferentes maneiras na literatura especializada.

Em uma primeira definição, a *profundidade* de um mercado consistiria na sua capacidade de executar ordens *a mercado* sem causar impactos relevantes sobre o preço do ativo.[56]

Ordens a mercado são *ofertas* de *compra* ou *venda* a serem executadas imediatamente, pelo melhor preço disponível no mercado. Não há, portanto, um limite de preço para que sejam executadas – ao contrário das chamadas ordens *limitadas*.[57]

---

[54] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 395.

[55] Nesse sentido, cf. SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 60 e ss.; GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 7 e ss.; HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 398.

[56] KYLE, Albert S. Continuous Auctions and Insider Trading. *In*: **Econometrica: Journal of the Econometric Society 53,** n. 6, 1985, p. 1.330.

De acordo com uma segunda definição, um mercado será considerado *profundo* quando as ordens de compra e venda limitadas em aberto corresponderem a um preço próximo ao preço médio de mercado, de modo que a execução daquelas ordens não provoque impactos relevantes sobre o preço médio do ativo.[58]

Finalmente, de acordo com uma terceira definição, a *profundidade* de um mercado seria avaliada por meio da quantidade de negócios celebrados em um mesmo *patamar de preço*. Quanto mais *profundo* um mercado, menor será o impacto dos negócios realizados sobre o preço médio de um valor mobiliário.[59]

Como se pode ver, o conceito de *profundidade* não escapa às controvérsias teóricas. De todo modo, é possível extrair um ponto comum das definições mencionadas: a *estabilidade do preço* pelo qual um ativo é negociado.

Assim, um mercado será *profundo* quando os negócios realizados e as ordens em aberto *não afetem de forma relevante o preço de um ativo*.[60]

2.3.6.2. Amplitude

Também a dimensão *amplitude* comporta mais de uma definição.

A primeira se refere à *quantidade* de ordens de compra e venda tendo por objeto um determinado ativo. Um mercado será mais ou menos *amplo* conforme existam mais ou menos ordens, o que permitiria a contínua realização de negócios em diferentes faixas de preço.[61]

---

[57] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 71 e ss.
[58] GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 7, fazendo referência ao trabalho "Meßkonzepte für die Liquidität von Finanzmärkten", de Olaf Oesterhelweg e Dirk Schiereck.
[59] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 398.
[60] GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 8.
[61] O que impacta diretamente sobre os custos necessários para que se reverta uma posição. Nesse sentido: "'Tightness' refers to the cost of turning over a position in a short period of time. In the continuous auction equilibrium, the market is infinitely tight, in the sense that it is costless to turn over a position very quickly." KYLE, Albert S. Continuous Auctions and Insider Trading. *In*: **Econometrica: Journal of the Econometric Society 53,** n. 6, 1985, p. 1.330; cf., ainda, SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 60.

Quanto mais *amplo* for um mercado, maior será seu potencial para estabilizar o preço de um ativo. Em um ciclo virtuoso, a estabilidade do preço levaria à negociação de volumes ainda maiores; que conduziria à estabilização do preço; e assim reciprocamente.[62]

Em uma perspectiva distinta, também se poderia definir a *amplitude* de um mercado com base nos custos necessários para a realização de negócios que tivessem por objeto volumes expressivos de um determinado ativo.[63]

De modo geral, mercados mais *amplos* possibilitam que uma quantidade maior de valores mobiliários seja negociada na mesma velocidade de quantidades menores – ainda que a negociação de grandes lotes possa causar impactos sobre o mercado.

Com base nas definições indicadas, depreende-se que a *amplitude* de um mercado está diretamente associada ao volume de negócios realizados e à estabilidade do preço dos ativos.

Além disso, como se pode perceber, a *amplitude* de um mercado também se relaciona com sua *profundidade*. Ambos os atributos se referem à estabilidade do preço médio de um ativo e aos impactos do volume de negócios sobre aquele preço.

Não por outro motivo, LARRY HARRIS afirma tratar-se de dois lados da mesma moeda: enquanto a *profundidade* diz respeito ao volume que se pode negociar por um determinado preço; a *amplitude* diz respeito ao preço pelo qual se pode negociar um determinado volume.[64]

2.3.6.3. Resiliência

A terceira característica – *resiliência* – refere-se à capacidade de recuperação dos preços de um ativo após a ocorrência de oscilações que não tenham sido causadas pelo advento de um novo consenso quanto ao valor daquele ativo.

---

[62] GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 9.
[63] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 398.
[64] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 399.

Em geral, essas oscilações são causadas por desequilíbrios no fluxo de ordens de compra e venda – ou seja, a quantidade de ordens em um sentido torna-se superior à quantidade de ordens no sentido contrário; ou pela realização de um negócio envolvendo um grande lote, precificado com um desconto ou prêmio.

Nesse sentido, a *resiliência* é a capacidade do mercado de reagir a oscilações temporárias nos preços de um ativo, por meio da superveniência de novas ordens no sentido contrário.[65]

Adicionalmente, o reequilíbrio deve ser estabelecido em um patamar de preço comparável àquele existente antes da oscilação, ou seja, sem que ocorram mudanças no valor fundamental do ativo.[66]

2.4. MENSURAÇÃO: DIVERSIDADE DE MÉTODOS

2.4.1. Precificação de Ativos e Liquidez de Mercado

As abordagens conceituais mencionadas não são suficientes para que se determine se um ativo específico é *líquido* ou *ilíquido*.

Para esse fim, os atributos que compõem aquelas definições devem ser mensurados. A escolha do método adequado a essa tarefa de *quantificação* figura entre as questões mais debatidas pelas teorias financeiras.

A importância de se mensurar a *liquidez* de um ativo está diretamente relacionada ao seu preço. Explica-se: atualmente, os principais modelos de precificação de ativos financeiros levam em conta sua *liquidez* como uma das variáveis relevantes.

Essa não é uma característica histórica dos modelos de precificação. Por muito tempo, os modelos levaram em conta, basicamente, dois elementos: os *riscos* e o *potencial retorno* associados aos ativos avaliados.

---

[65] "Resiliency also measures the rate at which prices bounce back from an uninformative schock." KYLE, Albert S. Continuous Auctions and Insider Trading. *In*: **Econometrica: Journal of the Econometric Society 53,** n. 6, 1985, p. 1.330-1.331; SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 61.

[66] GÄRTNER, Christian. **Liquidität am deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007, p. 9.

O principal exemplo nesse sentido é o chamado *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) – ou, em português, *modelo de precificação de ativos financeiros* (MPAF).

Trata-se de modelo desenvolvido, em especial, a partir da teoria sobre portfólios de HARRY MARKOWITZ, de 1952,[67] e do seminal trabalho de JAMES TOBIN sobre preferência por liquidez, de 1958.[68] Inspirados por esses autores, WILLIAM SHARPE, em 1964,[69] JOHN LINTNER, em 1965,[70] e JAN MOSSIM, em 1966,[71] estabeleceram os fundamentos do chamado MPAF.

De forma simplificada, com base no MPAF, o preço de um ativo financeiro é determinado por meio da mensuração de riscos não diversificáveis (riscos sistêmicos) e das expectativas de retorno do ativo.[72]

Para esse fim, parte-se de duas premissas adicionais: a de que todos os investidores possuem o mesmo nível de informações sobre o ativo e sobre o mercado; e o de que o mercado é dotado de plena *liquidez*.[73]

Em razão da segunda premissa mencionada, a *liquidez* de um ativo financeiro não teria impactos sobre sua precificação.

Embora o contrário seja intuitivo nos dias de hoje, a teoria econômica percorreu um longo caminho para que a *liquidez* fosse incorporada aos modelos de precificação, iniciado no final dos anos 60.[74]

---

[67] MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. *In:* **The Journal of Finance 7**, nº. 1, 1952, p. 77 e ss.
[68] TOBIN, James. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *In:* **The review of economic studies 25**, nº 2, 1958, p. 65 e ss.
[69] SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *In:* **The journal of finance 19**, nº 3, 1964, p. 425 e ss.
[70] LINTNER, John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *In*: **The review of economics and statistics**, 1965, p. 13 e ss.
[71] MOSSIN, Jan. Equilibrium in a Capital Asset Market. *In:* **Econometrica: Journal of the econometric society**, 1966, p. 768 e ss.
[72] GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. In: **Virginia Law Review**. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1984, p. 630.
[73] SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 34 e ss.
[74] Cf., a esse respeito, a clara exposição de MUSSA, Adriano. **A Liquidez e os Modelos de Precificação de Ativos: Um Estudo Empírico no Mercado Acionário Brasileiro de 1995 a 2011**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012, p. 19 e ss., com um panorama da evolução do tema.

Um dos passos mais importantes nesse sentido foram os trabalhos de YAKOV AMIHUD e HAIM MENDELSON.[75]

Os autores sustentaram que o MPAF seria um modelo menos efetivo na realidade do que em teoria, pois partiria de um mercado de valores mobiliários ideal, infenso aos custos resultantes de assimetrias informacionais ou associados à *iliquidez* de ativos.

Reconhecendo o equívoco daquele pressuposto, YAKOV AMIHUD e HAIM MENDELSON buscaram estabelecer uma correlação financeira entre o retorno de um ativo e sua *liquidez*, dando início, assim, a discussões quanto aos possíveis modelos de precificação da *liquidez* de um ativo.[76]

Posteriormente, diversos outros autores seguiram aquela trilha, chegando-se ao estágio de se acrescentar o aspecto liquidez ao MPAF.[77]

2.4.2. Diversidade de Métodos

Apesar da variedade de trabalhos e modelos sobre o tema, a teoria econômica parece estar longe de um consenso quanto ao modelo ideal tanto para se mensurar a *liquidez* de um ativo, quanto para refleti-la no preço deste.

Trata-se, com efeito, de um problema essencialmente *matemático*.[78]

As diferentes fórmulas parecem priorizar certos aspectos em detrimento de outros. Enquanto algumas enfatizam a velocidade das negociações, outras conferem maior peso aos custos de negociação.

---

[75] Os principais trabalhos dos autores estão reunidos em AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012. Cf., ainda, AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies. *In*: **Financial Market Portfolio Management**, v. 20, 2006, p. 19 e ss.

[76] A conclusão, em resumo, é o de que ativos *menos* líquidos apresentam, em geral, melhores *taxas de retorno*. "Average portfolio risk-adjusted returns increase with their bid-ask spread, and the slope of the return-spread relationship decreases with the spread." AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 19.

[77] MUSSA, Adriano. **A Liquidez e os Modelos de Precificação de Ativos: Um Estudo Empírico no Mercado Acionário Brasileiro de 1995 a 2011**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012, p. 41.

[78] Sobre a dimensão matemática de todos os aspectos relacionados à liquidez do mercado, cf. o atual GUÉANT, Olivier. **The Financial Mathematics of Market Liquidity: From Optimal Execution to Market Making**. Florida: CRC Press, 2016.

2.4.2.1. Principais Critérios

Entre os critérios que podem ser adotados para se aferir a liquidez de um ativo, o mais difundido é o da *diferença entre as cotações de venda e as cotações de compra de um ativo* – também chamado de *bid-ask spread*.[79]

Em linhas gerais, esse critério considera a diferença entre a ordem de compra (*bid*) mais cara e ordem de venda (*ask*) mais barata em relação a um ativo específico. Quanto menor for a diferença entre uma e outra, mais líquido será considerado o ativo.

Por meio daquela diferença, é possível analisar, hipoteticamente, quais seriam os custos incorridos para a realização de uma operação e, no momento seguinte, da operação reversa – isto é, para se adquirir um ativo no mercado e imediatamente em seguida aliená-lo.[80]

Imagine-se, por exemplo, que a ação de uma companhia exploradora de petróleo esteja cotada, para venda, a R$ 16,50; e, para compra, a R$ 16,49. O *spread* é de apenas R$ 0,01 – sendo este um indicativo de sua liquidez. Caso se adquirisse a ação para em seguida aliená-la, por meio de ordens a mercado – buscando-se, portanto, execução imediata – o custo hipotético incorrido seria de apenas R$0,01.

Mas esse critério, por si só, pode ser incompleto para que se avalie a liquidez de um ativo. E isso porque as cotações utilizadas como base de cálculo do *spread* são variáveis ao longo do tempo.

Além disso, seria preciso analisar a média das cotações em relação a diferentes quantidades de ações. No exemplo acima, o *spread* de R$ 0,01 seria pertinente à negociação de uma quantidade específica de ações; mas aumentaria conforme aumentasse o número de ações que se quisesse negociar.

[79] AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 18 e ss.; FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 46 e ss.

[80] FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 49.

Nesse sentido, os métodos matemáticos são diversos, e não valeria a pena examiná-los detalhadamente neste trabalho.[81]

Adicionalmente aos métodos concebidos, há uma série de elementos *indicativos* da liquidez de um mercado.

Entre os principais, figuram a *quantidade de acionistas de uma companhia*; o *número de negócios realizados*;[82] o volume financeiro representado pelas ações em circulação e a relação entre o total de ações negociadas em determinado período e a quantidade de ações emitidas (o chamado *turnover*).[83]

2.4.2.2. Índices

Como se pode imaginar, mensurar a liquidez de ações específicas com base nos diversos critérios possíveis para esse fim pode se revelar uma tarefa custosa.

Nesse sentido, certos *índices* divulgados por bolsas de valores e participantes do mercado podem desempenhar papel relevante no processo de identificação de ativos *líquidos*.[84]

Trata-se daqueles índices que levam em consideração uma série de parâmetros de liquidez em sua metodologia de composição, como o volume de negócios e a representatividade da ação em determinado pregão.

Como se verá no Capítulo 6, a Lei das S.A. adotou, como critério de liquidez suficiente para que se afaste o direito de recesso em determinadas hipóteses, a presença de

[81] Para um panorama abrangente, cf. FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 49 e ss.

[82] "Traditional measures of market liquidity include trade volume (or the number of trades), market turnover, bid-ask spreads and trading velocity." INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 7. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[83] Cf., a respeito, o interessante estudo AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; UNO, Jun. Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan. *In:* **The Journal of Finance 54**, nº 3, 1999, p. 1169 e ss. Sobre a chamada "razão de liquidez", cf. GROSSMAN, Sanford J.; MILLER, Merton H. Liquidity and Market Structure. *In*: **The Journal of Finance 43**, n. 3, 1988, p. 630.

[84] Cf. HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 484. Os índices divulgados pela BM&FBOVESPA estão disponíveis, com explicações sobre sua composição, em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/>.

determinada ação na composição de índice geral representativo de carteira de valores mobiliários, definido pela CVM (cf. art. 137, II, "a").

2.5. BENEFÍCIOS DA LIQUIDEZ

A *liquidez* de um valor mobiliário beneficia de diversas maneiras os potenciais compradores e vendedores dispostos a negociá-lo – muitas delas evidentes a esta altura.

Ela propicia tanto ao investidor de longo prazo quanto ao de curto prazo a possibilidade de desinvestir rapidamente e, consequentemente, de diversificar seu portfólio com maior flexibilidade e menores custos de negociação.

Além disso, o preço de ativos líquidos é formado de maneira mais eficiente, tendo-se uma referência mais segura do valor de mercado do ativo. Em geral, não há impactos substanciais causados pelos demais negócios realizados; e a volatilidade é menor.

A *liquidez* também traz benefícios às próprias companhias abertas emissoras de ações. As pesquisas financeiras são extensas nesse sentido e indicam quais são os impactos positivos concretos decorrentes da maior ou menor *liquidez* de um ativo.

2.5.1. Liquidez e Captação de Recursos

Para as companhias emissoras de ações dotadas de *liquidez*, é comprovadamente mais fácil captar recursos por meio da emissão de títulos de participação – ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis, e assim por diante.[85]

A maior facilidade resulta, essencialmente, de dois fatores.

Em primeiro lugar, como mencionado ao início, o sucesso do *mercado primário* como fonte de captação de recursos está diretamente relacionado à *liquidez* propiciada pelo *mercado secundário*.

A liquidez de uma ação negociada no mercado secundário pode representar um relevante incentivo financeiro para que potenciais investidores participem de ofertas públicas de distribuição que tenham aquela ação por objeto.[86]

---

[85] DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA Robert E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *In:* **The Journal of Finance 46**, nº 4, 1991, p. 1325 e ss.

Esse incentivo se reflete tanto na potencial adesão de um grande número de investidores à oferta, quanto na *precificação* da oferta. Quanto mais líquidas forem as ações ofertadas publicamente, maior será a disposição dos investidores para adquiri-las.[87]

Além disso, a liquidez das ações ofertadas pode permitir o acesso a um público mais amplo de investidores – por exemplo, fundos de investimento que restringem suas políticas de investimento à aquisição de valores mobiliários que integrem índices de liquidez.[88]

Em segundo lugar, *os custos associados à captação de recursos* são comprovadamente menores quando o emissor for uma companhia aberta com ações dotadas de liquidez.[89]

Como se sabe, uma das principais despesas incorridas em uma oferta pública consiste na remuneração devida aos bancos de investimento contratados.

Essa remuneração é fixada, entre outros fatores, com base nos esforços necessários para a melhor distribuição de um valor mobiliário. Em tese, quanto mais atrativo for o valor mobiliário distribuído, mais fácil será sua colocação e, consequentemente, menores serão os esforços necessários por parte dos intermediários da oferta.

Partindo-se desse raciocínio, já se constatou que "*empresas com maior liquidez de mercado pagam honorários significativamente menores a bancos de investimento*"[90] no contexto de ofertas públicas de distribuição.

---

[86] "Embora o mercado primário seja distinto do secundário, este só surgindo depois daquele, é grande a dependência entre os dois. A perspectiva de formação de um bom mercado secundário é um fator importante de sucesso nas distribuições primárias. Daí porque o esforço para viabilizar que os potenciais subscritores de um ativo disporão de um mercado secundário líquido, ou seja de uma saída, caso precisem desfazer-se de suas posições, é fundamental nas distribuições primárias, sendo uma das principais tarefas da instituição intermediária encarregada do processo de "*bookbuilding*"." SANTOS, Aline de Menezes. Comentário ao Art. 1º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 27.

[87] "(…) the market price of stocks is positively associated with their liquidity (after controlling for risk). Given this relationship, when the liquidity of assets turn out to be less than had been expected, their price should decline." AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; WOOD, Robert. Liquidity and the 1987 Stock Market Crash. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 248.

[88] Sobre os chamados fundos de índices, cf. HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 486.

[89] BUTLER, Alexander W.; GRULLON, Gustavo; WESTON, James P. Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. *In:* **Journal of Financial and Quantitative Analysis 40**, nº 2, 2005, p. 331 e ss.

2.5.2. Liquidez e Volatilidade

Como explicado, a *liquidez* de um ativo contribui para a estabilização de seu preço, mitigando o risco de oscilações não associadas às informações sobre o ativo.

Entre as consequências da estabilidade do preço está, comprovadamente, a redução de sua *volatilidade*. Ações dotadas de liquidez estão menos sujeitas às oscilações ocasionadas exclusivamente por movimentos de mercado.[91]

Ressalte-se: isso não significa que o preço de ações líquidas não esteja sujeito a mudanças bruscas e substanciais. Todo e qualquer valor mobiliário está sujeito a que isso ocorra. A questão, no entanto, diz respeito às *causas* dessa mudança.

O preço de ações líquidas de uma companhia que informa a ocorrência de um evento adverso aos seus negócios sofrerá uma queda imediata. Mas esta terá sido causada por uma *informação* relativa aos negócios da companhia, e não de forma aleatória, pelos negócios realizados no mercado em um contexto desprovido de novidades.

Portanto, quando se afirma que a *liquidez* das ações de uma companhia reduz sua *volatilidade*, quer-se dizer apenas que o preço daquelas ações está menos sujeito a variações bruscas não baseadas em informações sobre a companhia.[92]

A menor volatilidade de uma ação interessa diretamente à companhia emissora, por diminuir sua suscetibilidade a *manipulações de mercado*. Estas normalmente envolvem a adoção de estratégias negociais no próprio mercado, visando a alterar fluxos de ordens, com os consequentes impactos sobre o preço médio dos negócios envolvendo a ação.[93]

---

[90] BUTLER, Alexander W.; GRULLON, Gustavo; WESTON, James P. Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. *In:* **Journal of Financial and Quantitative Analysis 40**, nº 2, 2005, p. 346.

[91] Cf. KALOTYCHIU, Elena; STAIKOURAS, Sotiris K. An Overview of the Issues Surrounding Stock Market Volatility. *In*: GREGORIOU, Greg N. (org.) **Stock Market Volatility**. CRC Press, 2009, p. 7.

[92] SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 69. Ademais, "[a]s alterações repentinas de volume e/ou preço podem ser indícios de manipulação de mercado, fator que distorceria a cotação no mercado secundário, tendo-se presente que, quanto menor o volume, maior é a possibilidade de manipulação de preço com a aplicação de um pequeno capital." MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 1. São Paulo: FGV, 2015, p. 228.

[93] As hipóteses que configuram manipulação de mercado estão previstas na Instrução CVM nº 8/79 e também na Lei nº 6.385/76 (art. 27-C).

Além dos efeitos nefastos sobre os demais investidores, os casos de *manipulação de mercado* causam danos de reputação às companhias envolvidas, diminuindo a atratividade dos valores mobiliários de sua emissão.

A *liquidez* de uma ação também afasta, ou ao menos minimiza, a atuação de especuladores. Ainda que a companhia não seja vítima de manipulação, há estratégias especulativas, não necessariamente ilegítimas, que podem prejudicar os interesses financeiros da companhia e de seus acionistas. A efetividade dessas estratégias encontra resistência em ativos menos voláteis.

Por fim, convém notar que nem sempre a *liquidez* de uma ação mitigará os riscos de volatilidade. Eventualmente, uma ação *líquida*, mas cotada a um baixo preço – inferior, por exemplo, a R$1,00 (um real) – pode sofrer alterações pouco significativas no seu preço unitário, mas que sejam percentualmente relevantes, de onde decorreria sua volatilidade. Esse é o problema das chamadas *penny stocks*, enfrentado há não muito tempo pela BM&FBOVESPA.[94]

2.5.3. Liquidez e Planos de Remuneração Baseados em Ações

Em diversos países, um dos principais recursos utilizados por companhias abertas para atrair administradores qualificados são os chamados planos de remuneração baseados em ações.

Esses planos podem adquirir diversas configurações. Eles podem envolver, por exemplo, a outorga de *opções de compra*, exercíveis após o transcurso de determinado período e desde que cumpridas certas metas de desempenho; eles também podem permitir a entrega direta de ações aos administradores, estabelecendo um período mínimo de vedação à sua alienação; e, finalmente, podem prever apenas a liquidação financeira de um

[94] A redução de volatilidade foi um dos objetivos expressos da BM&FBOVESPA ao vedar as chamadas *penny stocks*, isto é, ações negociadas a menos de R$1,00. Cf., a esse respeito, a "Orientação Sobre Procedimentos para Grupamento de Valores Mobiliários", disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F2C72102028B5&inline=1>. Acesso em 6 de janeiro de 2017.

valor calculado com base na variação do preço da ação em um determinado período de referência (os chamados *phantom stocks*).[95]

Nesse contexto, já se buscou identificar a correlação entre a *liquidez* de determinada ação e a efetividade dos planos de remuneração baseados naquela ação. Entre as conclusões a que se chegou, constatou-se que a proporção entre remuneração *pecuniária* e a remuneração *total* torna-se *menor* nas companhias com liquidez de mercado.

Isso se deve ao fato de que, naquelas companhias, os mecanismos de remuneração baseados em ações tornam-se mais atrativos, pois possibilitam melhor precificação das ações utilizadas na remuneração; e porque a *liquidez* facilita a monetização das ações recebidas, além de mitigar os riscos de oscilações relevantes no preço que não estejam associadas a novas informações sobre o ativo ou sobre o mercado.[96]

Portanto, nas companhias emissoras de ações dotadas de *liquidez*, há um estímulo financeiro para a adoção de práticas de remuneração baseadas em ações.[97]

Essas práticas, como se sabe, apresentam vantagens e desvantagens.

Por um lado, as vantagens consistem, conforme o modelo do plano, na possibilidade de preservação do caixa da companhia, sem prejuízo à sua competitividade no processo de contratação de administradores qualificados; e no alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, ao menos quanto à valorização da companhia.

Por outro lado, os planos de remuneração baseados em ações podem induzir os administradores a excessos de otimismo e mesmo a informações imprecisas quanto aos negócios da companhia, além de incentivar maior apetite ao risco, visando à obtenção de

[95] Sobre os modelos de planos de remuneração baseados em ações no Brasil, cf. LUNARDI FILHO, Ferdinando Cesar. **A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.
[96] JAYARAMAN, Sudarshan; MILBOURN, Todd T. The role of stock liquidity in executive compensation. *In*: **The Accounting Review 87**, n. 2, 2011, p. 537 e ss.
[97] FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 368.

maiores retornos. Esses perigos têm sido demonstrados em diversos estudos ao longo dos últimos anos.[98]

2.5.4. Acesso e Permanência em Segmentos Especiais de Listagem

Em muitas bolsas de valores do mundo, é possível optar entre diferentes segmentos de listagem.

As diferenças entre um segmento e outro podem ser de diversas naturezas. É possível, por exemplo, que os segmentos estejam organizados conforme o porte das companhias neles listadas; ou, ainda, conforme as exigências impostas pelas regras de listagem quanto às práticas de governança corporativa a serem adotadas.

Não é incomum que o acesso a segmentos especiais esteja condicionado ao preenchimento de requisitos relacionados à *liquidez* das ações. Ainda que nem sempre esses requisitos sejam *efetivos*, eles buscam, ao menos indiretamente, estimular as companhias a fomentar a *liquidez* das ações por elas emitidas.

Nesse sentido, o acesso a certos segmentos somente pode ocorrer caso se verifique uma *quantidade mínima* de *ações em circulação*; ou um *volume mínimo* de negócios; ou, ainda, um *número mínimo de acionistas*.

Para citar um exemplo, segundo o *Listed Company Manual* da *New York Stock Exchange* (NYSE), para que uma companhia realize uma oferta pública inicial (IPO) e liste as suas ações no principal segmento daquela bolsa, é preciso que, simultaneamente, (a) suas ações estejam distribuídas entre 400 titulares de um lote padrão de negociação; (b) haja, ao menos, 1.100.000 ações em circulação; e (c) o valor de mercado das ações em circulação não seja inferior a US$40.000.000,00.[99]

---

[98] FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 372; FOUCAULT, p. 372. COFFEE JR., John. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. New York: Oxford University Press, 2006, p. 62.

[99] Já na hipótese de listagem das ações da NYSE sem IPO – ou seja, por meio de transferência entre bolsas de valores -, a companhia poderá ter menos que 400 titulares de um lote padrão, desde que (a) tenha ao menos 500 acionistas; (b) um volume médio de negociação, nos últimos 6 meses, de pelo menos 1.000.000 de ações; e (c) ao menos 1.100.000 ações em circulação. Disponível em: <http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/.> Último acesso em 07 de dezembro de 2016.

No Brasil, a BM&FBOVESPA condiciona o acesso aos segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) à manutenção de um *percentual de ações em circulação* – que não é propriamente um critério de *liquidez*, mas de dispersão.[100]

Desse modo, companhias emissoras de ações desprovidas de liquidez podem encontrar maiores dificuldades para preencher requisitos de acesso e permanência em segmentos especiais de listagem.

Esse obstáculo tem consequências diretas sobre o valor de mercado da companhia. De fato, a listagem em segmentos especiais é, em geral, *precificada* por acionistas e potenciais investidores.

Portanto, a baixa liquidez das ações de uma companhia pode representar óbice relevante para sua migração a segmentos especiais de listagem – eventualmente dificultando a implementação de planos estratégicos e a captação de recursos por meio de novas emissões.

2.6. *LIQUIDEZ* COMO BEM JURÍDICO?

Em um regime capitalista, a *liquidez* do mercado de capitais tem papel proeminente no desenvolvimento econômico.

É compreensível, portanto, que se opte por tomá-la como um dos objetos centrais do arcabouço regulatório, atribuindo-lhe o *status* de bem jurídico.

Contudo, a questão que parece despertar maiores perplexidades não diz respeito à relevância da *liquidez*, mas sim à forma adequada de tutelá-la juridicamente.

A legitimidade dessa pergunta e os incômodos que ela pode despertar resultam do fato de que, como se terá intuído a esta altura, a *liquidez* do mercado acionário depende, em última instância, da decisão de participantes do mercado de comprar ou vender ações.

Se a *liquidez* de um mercado tem como um de seus atributos fundamentais o *volume de negócios* realizados e os impactos desses negócios sobre o preço de um ativo, tudo depende, ao fim e ao cabo, de *atos de vontade* subjacentes a negócios jurídicos celebrados em um ambiente público de negociação.

[100] Cf. Capítulo 6, Item 6.6.2.4 desta tese.

Trata-se, portanto, de um bem que não existe *em si*, mas apenas como resultado do comportamento de diversos agentes – investidores, intermediários, mercados organizados, e assim por diante.

Por outro lado, a *estrutura* de um mercado organizado de valores mobiliários pode ser determinante para que os negócios aconteçam com maior eficiência e estabilidade.

Basta pensar, por exemplo, na radical diferença entre a estrutura das bolsas de valores de hoje em dia, em que os negócios ocorrem por meio de sofisticados sistemas eletrônicos, e aquela existente ainda no início dos anos 2000, com corretores lotando o piso durante os pregões. A migração para sistemas virtuais causou expressivo aumento no volume de negócios realizados, e consequentemente na liquidez do mercado.

Os pontos relativos à *estrutura* do mercado vão muito além dos sistemas de negociação utilizados. Questões mais simples, como a divulgação dos dados relativos aos negócios realizados no mercado e às ordens em aberto são igualmente pertinentes para a análise de *liquidez* de um ativo; assim como o são as regras que tratam da atuação de agentes contratados para fomentar a *liquidez* de determinada ação – os *market makers*, por exemplo.

Além disso, também o comportamento dos acionistas e da própria companhia emissora pode causar impactos sobre a *liquidez* das ações de uma companhia aberta.

É o que ocorre, por exemplo, quando determinado acionista inicia movimento de *concentração acionária* por meio de aquisições sucessivas em bolsa – reduzindo o número de potenciais compradores e vendedores; ou, ainda, quando a *companhia* atua no mercado comprando e vendendo ações de própria emissão, fomentando a liquidez do papel.[101]

Essas questões indicam, ao menos no plano teórico, de que formas a *liquidez* pode ser objeto de regras jurídicas.

[101] "Outro tipo de operação em que a companhia aberta pode usar a faculdade de comprar as próprias ações é a criação de condições de liquidez logo após a distribuição de ações no mercado primário, no caso de aumento de capital social, até que se crie um mercado secundário que assegure liquidez a investidores que tenham adquirido ações e, por qualquer motivo, desejem realizar seu valor." LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 559.

Em primeiro lugar, como objeto de regras que visem a *fomentá-la*, por meio da criação de estruturas negociais adequadas ao funcionamento do mercado secundário; da disciplina aplicável a intermediários; da solução de questões de microestrutura, e assim por diante.

Nesse contexto, importa compreender *quais são os fatores que influenciam a liquidez do mercado acionário*, e de que forma se pode discipliná-los juridicamente.

Em segundo lugar, a *liquidez* pode ser objeto do direito societário – isto é, de regras que busquem *protegê-la* de condutas que possam impactá-la negativamente – como a concentração acionária promovida pelo acionista controlador, ou o fechamento de capital de companhia aberta.

3. LIQUIDEZ DO MERCADO ACIONÁRIO: FATORES DETERMINANTES

3.1. TRÊS VARIÁVEIS DETERMINANTES

Na literatura econômica, há tempos se discute quais fatores condicionam a liquidez do mercado acionário.[102]

Há uma série de incertezas a esse respeito. Não é possível precisar com que intensidade um fator isolado influenciaria a liquidez caso se desconsiderassem os demais fatores pertinentes.[103]

Apesar das dificuldades, o consenso entre os economistas é de que a *liquidez* do mercado acionário pode ser impactada por ao menos três grandes variáveis, que se subdividem em diversas outras.

Essas variáveis são: **(a)** o comportamento dos investidores; **(b)** a microestrutura dos mercados; e **(c)** o arcabouço regulatório aplicável às companhias emissoras.

3.2. COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES

Em um importante trabalho sobre os sistemas de negociação e a liquidez do mercado de valores mobiliários, o ex-*Chief Economist* da *Securities and Exchange Comission*, LARRY HARRIS, afirmou que a *liquidez* do mercado acionário é determinada por investidores, e não pelas bolsas de valores.[104]

---

[102] SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 70; MERWE, Andria Van Der. **Market Liquidity Risk: Implications for Asset Pricing, Risk Management, and Financial Regulation**. New York: Palgrave Macmillan, 2015, p. 41; GUÉANT, Olivier. **The Financial Mathematics of Market Liquidity: From Optimal Execution to Market Making**. Florida: CRC Press, 2016, p. 15; ROSOV, Sviatoslav. **Liquidity in Equity Markets**: **Characteristics, Dynamics, and Implications for Market Liquidity**. Virginia: CFA Institute, 2015, p. 4.

[103] "Factors affecting market liquidity are complicated and it is generally not possible to characterize how each factor works independently of the others." BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 17.

[104] "Liquidity is provided by traders and not by exchanges. Exchanges only organize markets in which traders may be willing to offer liquidity." HARRIS, Lawrence E. **Liquidity, Trading Rules, and Electronic Systems**. Monograph Series in Finance and Economics. New York University Salomon Center. Monograph 1990-4, p. 8.

Embora se trate praticamente de um truísmo, não se pode perder de vista que o fator determinante para a liquidez do mercado acionário é o *comportamento de potenciais compradores e vendedores*.

É imprescindível que exista disposição para negociar. Em um mercado acionário hipotético, provido das mais modernas estruturas de negociação; com baixos custos; e supervisionado por órgãos reguladores devidamente preparados para sua missão, não haveria liquidez sem participantes que comprassem e vendessem ações habitualmente.

Em outras palavras, a disposição para negociar é *conditio sine qua non* para a liquidez do mercado acionário.

Nesse sentido, é preciso examinar, concretamente, de que forma o comportamento dos investidores influencia a liquidez de um mercado específico.

De acordo com JUN MURANAGA e TOKIKO SHIMIZU, há quatro aspectos concretos do comportamento dos investidores que influenciam diretamente a *liquidez* do mercado acionário.[105]

O primeiro aspecto é o *horizonte de tempo* dos investimentos realizados em bolsa.

Nos mercados de bolsa, há investidores dispostos a realizar investimentos de longo prazo, apostando nos fundamentos econômicos das companhias investidas, com base nas informações disponíveis a seu respeito.

Não é difícil pensar em participantes que atuam dessa forma: fundos de investimento geridos profissionalmente e constituídos para atuar em segmentos específicos; e, no Brasil, também os fundos de pensão – que atuam como investidores de longo prazo, e não como negociadores habituais.

Por outro lado, há, também, investidores que buscam auferir lucros no curto prazo, aproveitando-se de oscilações momentâneas nos preços. No mercado norte-americano, esse

[105] MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 19-20; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 20 e ss.

papel tem sido desempenhado, com frequência, por *hedge funds*; no Brasil, os fundos de investimento em ações (FIA) não raramente o exercem.

MURANAGA e SHIMIZU demonstram, em síntese, que o aumento da quantidade de investidores com o segundo perfil – investidores de curto prazo, que tomam decisões com base em movimentos do preço de mercado – pode levar a um *declínio* da liquidez de um mercado.

Esse declínio seria ocasionado, principalmente, por desequilíbrios no fluxo de ordens.[106] É que a atuação daqueles investidores beneficia-se justamente das variações de preço causadas por movimentos de mercado – e não necessariamente por mudanças no consenso quanto ao valor de uma ação.

O segundo aspecto indicado por MURANAGA e SHIMIZU é o *grau de confiança* dos investidores, parâmetro financeiro que visa a estimar a percepção dos investidores quanto aos riscos de um mercado no futuro.

A conclusão dos autores sobre esse aspecto é intuitiva: quanto maior for a confiança dos investidores no mercado, maior será a quantidade de negócios realizados e, consequentemente, mais liquidez haverá. Na medida em que diminui a confiança, superestimando-se os riscos, menor será a liquidez.[107]

O terceiro aspecto apontado pelos referidos autores é a *aversão a riscos*.

Também neste ponto, o estudo apresenta conclusão intuitiva: quanto maior for a aversão a riscos em determinado mercado, menor será a quantidade de negócios realizados; e quanto menor for a aversão a riscos, maior será a liquidez desse mercado.[108]

---

[106] "If the proportion of traders who submit market orders based on short-term market price movements increases, market liquidity tends to decline." MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 19. Em sentido distinto, Rachel Sztajn afirma que "quanto mais especuladores houver no mercado, maior há de ser sua liquidez". SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 21.

[107] MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 20.

[108] MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 20.

Por fim, o quarto aspecto é a suscetibilidade de investidores às informações de mercado (ordens em aberto, negócios realizados, etc.). Esse aspecto se traduz pela influência daquelas informações sobre decisões específicas de compra e venda.

O estudo de MURANAGA e SHIMIZU indica que quanto maior for a suscetibilidade dos investidores às informações de mercado – e consequentemente às pressões formadas por movimentos de compra ou de venda –, há uma melhoria geral na *liquidez*. Essa melhoria, contudo, não é necessariamente acompanhada por indicadores específicos, como a frequência de negociação e a resiliência do mercado.[109]

Além dos quatro aspectos mencionados, também se constatou, na literatura especializada, que "*o grau de heterogeneidade dos participantes pode, por si só, afetar a liquidez de mercado*".[110]

A heterogeneidade ou homogeneidade dos investidores decorre da maior ou menor participação de investidores estrangeiros em mercados nacionais. Trata-se de um fenômeno que é há tempos irrefreável – algo que talvez não fosse tão evidente no final dos anos 80.

Na medida em que a base de investidores se revela mais heterogênea, mais amplo será o conjunto de percepções sobre o valor de um ativo, o que contribui para a consistência de sua precificação.

Ademais, no contexto de uma base heterogênea de investidores, as demandas relativas à formação de portfólio e a disposição à exposição a riscos são mais variadas – o que contribuiria para a diversidade dos fluxos de ordem.[111]

3.3. MICROESTRUTURA DO MERCADO

Microestrutura do mercado é expressão que designa, em síntese, o conjunto de mecanismos e regras relativos ao funcionamento dos mercados de valores mobiliários e os impactos daqueles elementos no processo de formação de preço.[112]

---

[109] MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 20.
[110] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 21.
[111] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 21.

Os estudos sobre a microestrutura do mercado tornaram-se cada vez mais relevantes e profundos ao longo das últimas décadas.[113]

Isto se deve, em grande medida, à percepção de que a qualidade dos mercados estaria diretamente relacionada à sua forma de organização, e não apenas a questões macroeconômicas.

Nesse contexto, não seria um exagero dizer que os impactos da microestrutura do mercado sobre a liquidez dos ativos negociados são um dos principais objetos das investigações realizadas nesse campo.

A análise detalhada das diversas questões próprias à microestrutura dos mercados foge aos propósitos desta tese. Essas questões têm sido, frequentemente, objeto de extensas monografias e artigos em outras áreas do conhecimento.[114]

Não obstante, é fundamental traçar ao menos um panorama dos principais temas e problemas discutidos. Este é o ponto de partida para que se responda à pergunta sobre *como se deve regular o mercado acionário, estimulando-se sua liquidez*.

3.3.1. Fragmentação e Liquidez

3.3.1.1. Mercados de Bolsa e Balcão

Como dito ao início, os mercados de valores mobiliários têm como uma de suas principais funções permitir o encontro de potenciais compradores e vendedores.

---

[112]Cf. o pioneiro trabalho de GARMAN, Mark. Market Microstructure. *In*: **Journal of Financial Economics**, 3, 1976, p. 257 e ss.; Além disso, GUÉANT, Olivier. **The Financial Mathematics of Market Liquidity: From Optimal Execution to Market Making**. Florida: CRC Press, 2016, p. 10; O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Massachusetts: Blackwell, 1995, p. 1; HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 3.

[113] O trabalho de DEMSETZ, Harold. The Cost of Transacting. *In*: **The Quarterly Journal of Economics 82**, nº 1, 1968, p. 33 e ss. teve grande relevância para isso.

[114] No Brasil, por exemplo, há décadas o tema é objeto de investigação pelos economistas. Cf. SAMPAIO, Luiz Sérgio Coelho de. **Liquidez e Estabilidade nos Sistemas de Bolsas de Valores**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1972. Entre os trabalhos jurídicos, merecem destaque as monografias de NODA, Margareth. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação do Brasil**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015; e NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

Para cumprir essa missão, os mercados se organizam de diversas formas. As mais relevantes são os mercados de *bolsa* e os mercados de *balcão*.[115]

No passado, apontavam-se algumas diferenças nítidas entre aqueles mercados.

A principal consistia nos processos de formação de preço vigentes em cada um deles: enquanto os mercados de bolsa caracterizavam-se pela formação pública de preços e pela transparência dos negócios realizados, os ativos negociados nos mercados de balcão eram precificados por meio de interações diretas entre participantes.[116]

O advento de novos meios tecnológicos e, em especial, dos modernos sistemas eletrônicos de negociação tornou substancialmente menos claras as fronteiras entre os mercados de bolsa e os mercados de balcão. Cada vez mais esses mercados guardam semelhanças quanto aos mecanismos de negociação por eles adotados. Diferenças que outrora pareciam inquestionáveis tornaram-se obsoletas.[117]

No Brasil, as distinções são potencialmente ainda mais confusas, tendo em vista que a Lei nº 6.385/76 estabelece duas categorias para os mercados de balcão: o mercado de balcão *organizado* e o mercado de balcão *não organizado*.[118]

Por esses motivos, ao editar a Instrução CVM nº 461/07, a qual disciplina o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários, a CVM optou por não distinguir conceitualmente os mercados de bolsa e balcão.

---

[115] Sobre as distinções e significados, cf. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 129 e ss.; TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 347 e ss.

[116] "[...] o mercado de bolsa é essencialmente um mercado de leilão, onde diferentes interesses de compra e venda de valores mobiliários se confrontam. Neste tipo de mercado, o preço é determinado pela interação dos diversos intermediários, na realização de cada negócio, podendo interferir no curso dos mesmos, reunindo as ordens dos clientes em um único local concentrado fisicamente. Como em qualquer mercado onde prevalece o mecanismo de 'público pregão', o sistema de bolsas de valores apresenta como principal vantagem permitir uma melhor avaliação das forças de oferta e procura e, consequentemente, do preço de equilíbrio no mercado de cada título.". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários**. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, 1979, em especial p. 29-30.

[117] "Technology, the increasing role of institutions in trading markets, and globalization not only have blurred many of the distinctions that once separated exchanges from over-the-counter markets, but also have introduced new trading mediums." COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities regulation: cases and materials**. Fifth Edition. New York: Aspen Publishers, 2006, p. 97; Cf., ainda, SALOMÃO NETO, Eduardo. Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 109, São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1998, p. 102.

[118] Cf. art. 15, III V, da Lei n° 6.385/76.

Em sua justificativa para renunciar àquela delimitação teórica, a CVM fez referência às "*fronteiras imprecisas entre bolsa e demais mercados*" e se baseou na constatação de que "*o tratamento conceitual não parece ter produzido benefícios relevantes nas jurisdições que o adotaram*".[119]

No que concerne ao mercado acionário brasileiro, quando uma companhia decide listar suas ações para negociação em um mercado de valores mobiliários, ela pode optar por um dos referidos ambientes de negociação – isto é, o mercado de bolsa ou o mercado de balcão. O marco regulatório vigente veda a listagem simultânea de ações em ambos aqueles mercados.[120]

A opção feita pela imensa maioria das companhias abertas brasileiras foi pelo *mercado de bolsa*.

3.3.1.2. Mercado de Bolsa no Brasil: Desmutualização e Concentração

Os mercados de bolsa brasileiros passaram por transformações estruturais relevantes ao longo das últimas décadas. Duas merecem destaque.

Em primeiro lugar, o movimento de *desmutualização* que ganhou força ao redor do mundo por volta da metade dos anos 2000 ecoou no mercado brasileiro.[121]

Nesse sentido, em 2007, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo tornou-se uma companhia aberta. Desse modo, colocou-se fim às discussões relativas à sua natureza jurídica, travadas enquanto se organizava como uma *associação de corretores*.[122]

---

[119] Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública nº 6/2007**, p. 9.

[120] Cf. art. 57, §3º, Instrução CVM nº 461/07: "É vedada a negociação simultânea de ações em mercados de bolsa e balcão organizado, sendo facultada sua negociação em mais de uma bolsa ou em mais de um mercado de balcão organizado."

[121] Cf. AGGARWAL, Reena. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. In: **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 15, Spring, 2002; WARDE JR., Walfrido Jorge. A Desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**. Vol. 144, São Paulo: Malheiros, out./dez. 2006; EIZIRIK, EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P. 216. e ss.; YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 137 e ss.

[122] Nesse sentido, ver, por todos, COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação de seu Objeto. In: **Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

Em segundo lugar, as bolsas de valores de diversos estados foram extintas. A única bolsa de valores remanescente foi a atual BM&FBOVESPA – que passou, portanto, a monopolizar esse segmento.

Com essa concentração, as companhias abertas passaram a ter como única alternativa bursátil no Brasil a própria BM&FBOVESPA. Desse modo, por uma questão fática, afastou-se, ao menos temporariamente, a maior parte dos desafios relativos à *fragmentação* do mercado acionário.

3.3.1.3. Fragmentação

A *fragmentação* consiste na existência de diversos mercados de valores mobiliários em funcionamento no mesmo contexto econômico, estabelecendo-se concorrência entre diferentes plataformas de negociação.[123] Basta pensar no exemplo americano, em que as companhias e os participantes do mercado podem atuar em diversas bolsas simultaneamente.

A *fragmentação* pode trazer benefícios aos investidores. Os principais são a potencial redução dos custos de negociação – fruto da concorrência – e a possibilidade de satisfação de necessidades específicas de investimento. Por outro lado, a *fragmentação* pode ter impactos negativos sobre o mercado em geral. De acordo com diversos trabalhos, a *fragmentação* pode levar a ineficiências no processo de formação de preços de um ativo, além de dificultar a supervisão dos mercados.[124]

Curiosamente, não parece existir consenso teórico quanto aos impactos da *fragmentação* sobre a liquidez – ao menos não à primeira vista.[125]

---

[123] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 524 e ss.; LEHALLE, Charles-Albert; LARUELLE, Sophie. **Market Microstructure in Practice**. Toh Tuck Link: World Scientific, 2013, p. 29 e ss.; HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 175 e ss.; FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 236.

[124] "Se, por um lado, o advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas, por outro lado, traz uma preocupação real com divisão de liquidez entre os mercados (fragmentação) que pode comprometer a formação de preço, gerar aumento de spreads e dificuldades para a supervisão." COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública nº 6/2007**, p. 7.

[125] "O fato de os sistemas de negociação serem redes, curiosamente, rende alguns argumentos utilizados tanto por quem defende a concentração, quanto pelos defensores da fragmentação. É o caso do aumento da liquidez." NODA, Margareth. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação do**

Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública que precedeu a edição da Instrução CVM nº 461/07 indicava expressamente a preocupação da CVM com a possibilidade de fragmentação da liquidez,[126] posicionamento amparado por diversas pesquisas.[127]

Contudo, poucos anos depois, em 2012, a CVM divulgou um estudo elaborado pela empresa de consultoria Oxera Consulting Ltd., sobre os "*custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação*" no Brasil.

Nesse estudo, afirmou-se que "*a concorrência leva a maior liquidez global*" – assertiva corroborada por uma série de trabalhos recentes.[128]

A origem das divergências parece residir no fato de que, não raramente, as conclusões se referem a situações distintas quando se menciona a *fragmentação* do mercado.

De fato, pode-se falar em *fragmentação* quando há mais de um mercado organizado no mesmo contexto. Contudo, isso não significa que necessariamente inexista *comunicação* entre os mercados distintos.

Pelo contrário: em diversos lugares, os mercados operam entre si, em uma situação de *interoperabilidade*.[129]

Brasil. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015, p. 37.

[126] Cf. nota 124, acima.

[127] Cf. FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 238 e ss.; SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 88.

[128] Cf. OXERA. **Quais Seriam os Custos e Benefícios para Mudar a Estrutura Competitiva do Mercado para Serviços de Negociação e Pós-Negociação em Brasil?**. Oxford, 2012, p. 89 (versão em português); "From a transactions cost perspective, fragmentation appears to reduce effective spreads and increase execution speeds. While the magnitude of these effects differs across listing and size regimes, we find that fragmentation is particularly beneficial for small stocks, suggesting that fragmentation has increased competition for traditionally less liquid stocks. Moreover, while short-term volatility appears to have increased particularly for NYSE-listed stocks, overall efficiency seems to be enhanced in that prices of stocks with more fragmented trading exhibit behavior closer to being a random walk. These results suggest that fragmentation has enhanced the competitive nature of U.S. equity markets without degrading its transactional or informational efficiency." O'HARA, Maureen; YE, Mao. Is Market Fragmentation Harming Market Quality? *In*: **Journal of Financial Economics**, 100:3, p. 459 e ss.; e Cf. NODA, Margareth. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação do Brasil**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015, p. 63 e ss.

Nesses contextos, as ordens de compra e venda dadas por investidores podem vir a ser executadas no mercado mais favorável, independentemente de especificação.[130]

Ademais, os dados referentes aos mercados podem ser colocados à disposição dos participantes de forma consolidada, criando-se um grande sistema de dados dos mercados.

A noção de *interoperabilidade* parece ser a chave que explica as divergências das conclusões quanto aos impactos da *fragmentação* sobre a *liquidez*.

Em mercados fragmentados em que não há interoperabilidade, há sérios riscos de redução da liquidez. Por outro lado, quando os diferentes e variados sistemas de negociação operam de forma relacionada, os impactos sobre a liquidez podem, de fato, ser mitigados – ou mesmo positivos.

Após a divulgação do referido estudo elaborado pela Oxera, a CVM divulgou um Edital de Audiência Pública, convidando interessados a se manifestarem sobre "*as opções regulatórias relacionadas à identificação, à mitigação, ao gerenciamento de riscos decorrentes da fragmentação de liquidez e de dados e à possível mudança na estrutura de autorregulação*".[131]

Muitas das manifestações recebidas expressaram preocupações com os riscos associados à fragmentação de liquidez que poderia ser causada pela introdução de diversas plataformas de negociação no mercado brasileiro.

Imediatamente após a conclusão da referida audiência pública, não foram apresentadas propostas de alteração à Instrução CVM n° 461/07.

---

[129] OXERA. **Quais Seriam os Custos e Benefícios para Mudar a Estrutura Competitiva do Mercado para Serviços de Negociação e Pós-Negociação em Brasil?**. Oxford, 2012, p. 91, com referências a esse respeito.

[130] Nesse contexto, coloca-se um problema relevante, que extrapola os limites desta tese: o dever imposto aos intermediários de proceder à melhor forma de execução das ordens dadas por seus clientes. Sobre o tema, cf. FACCIOLO, Francis. A Broker's Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries. *In*: **Pace Law Review**. Vol. 26, Issue 1, 2005, p. 155 e ss. De acordo com o texto: "One well known treatise has summarized the common law duty of best execution as consisting of three things: 'the duty to execute promptly; the duty to execute in an appropriate market; and the duty to obtain the best price'." O autor se refere à obra de Norman Poser, **Broker-Dealer Law & Regulation**. §2.03 [B], p. 2-58; LIPTON, David. Best Execution: the national Market system's missing ingredient. **The Notre Dame Lawyer**, vol. 57, 1981-1982, p. 449 e ss.; MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. *In*: **Journal of Financial Intermediation**, vol. 6, 1997, p. 189. Na regulamentação brasileira, o dever em questão está refletido na Instrução CVM nº 505/11.

[131] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2013**.

Não obstante, recentemente, o "Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas" apresentou um relatório com suas conclusões a respeito de possíveis alterações a serem feitas sobre o regime jurídico da chamada *autorregulação*, caso novas bolsas passem a operar no Brasil. O tema se encontra, atualmente, sob análise da Superintendência de Desenvolvimento do Mercado.[132]

3.3.2. Agentes que fomentam a liquidez

A emissão de ordens de compra e venda no mercado acionário pode *proporcionar* liquidez aos demais investidores.

Quando determinado acionista emite uma ordem limitada de venda – ou seja, estabelecendo um limite de preço para a execução da ordem –, esse acionista está automaticamente *ofertando* liquidez aos potenciais interessados em *comprar* ações.

O mesmo ocorreria caso se tratasse de uma ordem limitada de compra: o comitente da ordem estaria proporcionando liquidez a quem desejasse *vender* ações.

Nessas situações, afirma-se que as ordens dadas *proporcionam* liquidez por permitirem ao demais participantes do mercado que negociem *quando quiserem*.[133]

Em contrapartida à oferta de liquidez, os comitentes de ordens limitadas esperam melhores preços do que obteriam caso emitissem ordens *a mercado*. É como se a paciência de certos investidores os remunerasse melhor.[134]

Por outro lado, a atuação de outros investidores pode *retirar* a liquidez do mercado.

---

[132] A constituição do Grupo de Trabalho deve-se ao "prognóstico de que, a despeito da inexistência de barreiras legais/regulatórias à introdução da concorrência no mercado brasileiro, a fragmentação do mercado suscitaria questões regulatórias que exigiriam a atenção da CVM." Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado**. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160719/0292.pdf>. Acesso em 18 de dezembro de 2016.

[133] "Traders who submit standing limit orders offer liquidity to other traders. Their limit orders give others the ability to trade when they want to trade." HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 75.

[134] "If there were no compensation for offering liquidity, traders would not offer it." HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 77.

Isto ocorre quando aqueles investidores pretendem negociar rapidamente e emitem ordens *a mercado* ou por preço necessariamente convergente com o das ordens em aberto. Com a celebração do negócio, diminui-se a quantidade de ordens em aberto – e, potencialmente, a profundidade do mercado.[135]

A atuação de investidores que *proporcionam* liquidez é fundamental para a qualidade do mercado. Por esse motivo, para certos participantes, ofertar liquidez não é apenas uma estratégia de negociação, mas um verdadeiro *negócio*, explorado por agentes profissionais específicos.[136]

3.3.2.1. Formadores de Mercado

Os *formadores de mercado* (*market makers*) são profissionais contratados para a "*realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários*".[137]

Seu papel, portanto, consiste em fomentar o funcionamento adequado do mercado sob o ponto de vista do equilíbrio nos fluxos de ordens, estimulando a continuidade do mercado. Além disso, desempenham relevante tarefa após a realização de ofertas públicas de distribuição.[138]

A atuação desses profissionais se dá de forma relativamente simples. Em síntese, eles negociam em nome próprio, por meio da emissão, simultaneamente, de ordens de compra e venda tendo por objeto um ativo específico. Em contraprestação, as companhias

[135] HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 70.

[136] HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 133 e ss.; O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Massachusetts: Blackwell, 1995, p. 13 e ss.

[137] Cf. art. 2º da Instrução CVM nº 384/03. Sobre o papel dos formadores de mercado em geral, cf. SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity Markets in Action**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004.p. 193 e ss.; O'HARA, Maureen; OLDFIELD. George S. The Microeconomics of Market Making. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 21**, n. 4, 1986, p. 361 e ss.; BERNSTEIN, Peter L. Liquidity, Stock Markets, and Market Makers. *In*: **Financial Management 16**, n. 2, 1987, p. 54-62; STOLL, Hans R. The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *In*: **The Journal of Finance 33**, n. 4, 1978, p. 1133 e ss..

[138] É comum, nesse contexto, a contratação de formadores de mercado visando a garantir a estabilidade do preço dos valores mobiliários ofertados, bem como a prover liquidez. Por esse motivo, a Instrução CVM nº 400/03 exige a divulgação de informações sobre contratos de garantia de liquidez, de estabilização de preço e/ou contrato de opção de colocação de lote suplementar eventualmente firmados.

que contratam seus serviços lhes pagam uma remuneração – em geral pecuniária, embora outros meios possam ser pactuados.[139]

Os formadores de mercado são recompensados, essencialmente, de duas formas: pela remuneração que lhes é paga por quem os contrata e pelo eventual lucro auferido por meio dos negócios que realizarem.

Por outro lado, os formadores de mercado estão expostos aos chamados *riscos de estoque*, isto é, ao risco de que o preço das ações por eles negociadas venha a sofrer oscilações substanciais no curso de sua atuação. Administrar esse risco é um dos principais desafios negociais impostos aos formadores de mercado.[140]

As regras aplicáveis aos *formadores de mercado* são determinadas por reguladores locais e pelos mercados organizados em que atuam.

De modo geral, as ordens de compra e venda emitidas pelos *formadores de mercado* devem observar um *spread* máximo – ou seja, uma diferença máxima pré-estabelecida entre o preço das ordens de compra e o preço das ordens de venda. Além disso, os *formadores de mercado* possuem discricionariedade limitada quanto à quantidade de ações que poderão ser objeto das ordens emitidas em um mesmo pregão.

Em razão do volume de negócios que podem realizar em curtos intervalos de tempo, os formadores de mercado geralmente têm incentivos financeiros das bolsas de valores em que atuam – *e.g.* a isenção da cobrança de emolumentos.

3.3.2.2. *Dealers*

Os sistemas de negociação adotados pelas bolsas de valores ao redor do mundo podem apresentar diferentes configurações para a interação entre os participantes e a consequente realização de negócios.

---

[139] Cf. art. 7º, parágrafo único, II, da.Instrução CVM nº 384/03.

[140] Sobre o tema, cf. O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Massachusetts: Blackwell, 1995. p. 13 e ss.; HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003. p. 285 e ss.; REISS, Peter C.; WERNER, Ingrid M.. Does Risk Sharing Motivate Interdealer Trading?. *In*: **The Journal of Finance 53**, n. 5, 1998, p. 1657 e ss.; "O intermediário assume, na prática, parte dos riscos que seriam incorridos pelo investidor, em decorrência de mudanças dos preços de mercado, devido ao fato de inevitavelmente ocorrerem desbalanceamentos temporários na oferta e procura em função da ausência de ordens complementares." COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários**. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, 1979, em especial p. 58.

Eles podem ser, em primeiro lugar, *multilaterais* e *centralizados* – como é o caso do sistema adotado pela BM&FBOVESPA. Nesse caso, as ordens são direcionadas a um único canal de negociação e visíveis para todos os participantes do sistema – que poderão aceitá-las ou não. Estes são os chamados sistemas "*dirigidos por ordens*", ou seja, pela interação direta de ordens emitidas por diversas partes, em um mesmo ambiente.[141]

Em segundo lugar, os sistemas de negociação podem ser organizados para que as negociações ocorram com intermediários, que atuam em nome próprio e disponibilizam cotações de compra e venda de ativos. Nesse modelo, compradores e vendedores podem não negociar diretamente entre si, mas apenas com aqueles intermediários – os chamados *dealers*.[142]

Os *dealer markets* podem ser interessantes alternativas de fomento à liquidez. Em certo sentido, a atuação dos *dealers* corresponde à dos *market makers* (que, a depender do contexto e da definição, são os próprios *dealers*) – na medida em que propiciam liquidez constantemente aos participantes do mercado.

Entre as diferenças entre *dealers* e *market makers* figura o fato de que os *market makers*, no sentido exposto no item anterior, atuam diretamente nos sistemas multilaterais centralizados. Ou seja, suas ordens interagem diretamente com as dos demais participantes, que continuam a interagir entre si. Os *dealers*, por sua vez, no sentido apresentado neste tópico, podem configurar um sistema próprio de negociação, em que não necessariamente ocorrem interações diretas entre os demais participantes do mercado.

A diferença entre os mercados dirigidos por ordens e os *dealer markets* foi, no Brasil, expressamente reconhecida pela Instrução CVM nº 461/07.

Nesse sentido, o art. 65 daquela Instrução considera como mercados de bolsa tanto os que "*funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de*

---

[141] "Limit order or auction markets are centralized trading mechanisms in which potential participants can show their interest in trading by submitting orders, which then are matched directly by trading platforms." FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 17.

[142] "At the opposite extreme, all trades in dealer markets are intermediated by professional intermediaries that quote ask prices, at which the public can buy securities from them, and bid prices, at which the public can sell to them. That is, buyers and sellers do not trade directly with each other." FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 17.

negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários"; quanto os que "*permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmas de compra e venda*".

Ao se referir a "formadores de mercado" nesse dispositivo, a Instrução CVM nº 461/07 tinha em vista, claramente, os chamados *dealers* – o que é corroborado pelo Edital de Audiência Pública que precedeu a edição da Instrução CVM nº 461/07.[143]

Apesar da previsão normativa para sua atuação, por uma série de razões fáticas, o chamado *dealers market* não tem sido utilizado, na prática, como meio para o funcionamento do mercado acionário brasileiro.

3.3.2.3. Atuação não profissional: companhias e planos de recompra

Além dos agentes mencionados, que propiciam liquidez *profissionalmente*, outros participantes do mercado, por sua estratégia de negócios, podem fazê-lo, ainda que indiretamente – como visto ao início deste capítulo, quando se examinou a relevância do comportamento dos participantes.

Também é possível que determinado participante fomente a liquidez do mercado acionário *diretamente*, mas sem fazê-lo *profissionalmente*.

Um dos principais exemplos nesse sentido é a atuação das próprias companhias emissoras de ações negociadas em bolsa.

Como se sabe, as restrições impostas às companhias abertas para que negociem ações de sua própria emissão variam conforme os modelos societários adotados em diferentes países.

[143] "Os mercados de balcão podem ainda se organizar como mercados de *"dealers"*, isto é, como sistemas nos quais se permite a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda. Esta regra da minuta reconhece que, para ativos de menor liquidez, ou mesmo para a execução de certas estratégias no mercado, pode ser no melhor interesse dos investidores abrir mão de uma formação de preços beneficiada pela ampla exposição e interferência do mercado, para dispor de um fornecedor de liquidez, o chamado *"market maker"*, que comprometa capital próprio para garantir essa atividade." COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública nº 6/2007**, p. 27.

Nos modelos que tratam o *capital social* de forma mais rígida – como o brasileiro – as restrições são geralmente mais rigorosas, ao contrário do que ocorre em países que não conferem ao capital social papel proeminente em suas legislações societárias – a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos.[144]

No Brasil, as companhias abertas estão autorizadas a negociar ações de própria emissão em algumas hipóteses, mediante a observância de procedimentos previstos, atualmente, na Instrução CVM nº 567/15.[145]

Nesse contexto, o principal meio para que as companhias procedam à negociação de suas próprias ações são os chamados *planos de recompra*.

Os *planos de recompra* podem ser adotados com diversas finalidades. Entre as principais, está a de transmitir ao mercado a percepção da administração de que as ações da companhia estão sendo negociadas por preço inferior ao de seu valor justo.

Além disso, uma das principais motivações práticas para a adoção de planos de recompra é *fomentar a liquidez* das ações, por meio da colocação de ordens de compra e venda, dentro de uma faixa de preços que não esteja além ou aquém dos preços praticados em mercado – portanto, sem formação de preço do ativo.[146]

A depender do contexto, a atuação da companhia pode ter efeitos negativos sobre a liquidez de suas ações. É o que ocorre, por exemplo, quando a companhia adquire uma quantidade relevante de ações de própria emissão, retirando-as de circulação, sem proceder

---

[144] Sobre os diferentes modelos, cf. LUTTER, Marcus. (Hrsg.). **Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa**. Berlin: De Gruyter Recht, 2006; MANNING, Bayless; HANKS JR., James J. **Legal Capital**. Third Edition. New York: Foundation Press, 1990; BEZZENBERGER, Tilman. **Das Kapital der Aktiengesellschaft**. Köln: Otto Schmidt Verlag, 2005; DANA-DEMARET, Sabine. **Le Capital Social**. Préface de Yves Reinhard. Bibliothèque de Droit de L'Entreprise. 1989; DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o Capital Social**. Almedina: Coimbra, 2013; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Capital Social e Negociação com as Próprias Ações. *In*: **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

[145] Sobre as negociações com ações de própria emissão, merece destaque, além dos trabalhos referidos na nota anterior, DI DOTTO, Bruno. **Negócios da Companhia com Ações de sua Emissão**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

[146] Cf. o já citado LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 559. Veja-se, ainda, o art. 7º, II, da Instrução CVM nº 567/15.

à realização de alienações. Esse é um dos motivos pelos quais a regulamentação impõe limite máximo de ações que podem ser mantidas em tesouraria.[147]

3.3.3. Problemas Atuais

Diversos problemas relacionados à chamada *microestrutura* do mercado e aos seus reflexos sobre a liquidez são discutidos ao menos desde o início do século passado. Mas praticamente cada nova década, com suas crises e inovações, tem acrescentado novos temas à ordem do dia dos desafios regulatórios a serem enfrentados.

Esta década não tem sido diferente.

3.3.3.1. Mecanismos de negociação em alta frequência

Na tarde do dia 6 de maio de 2010, o mercado de capitais americano assistiu ao episódio que ficou conhecido como *quebra relâmpago* – ou, no idioma original, *flash crash*.[148]

O *flash crash* durou um total de, aproximadamente, 20 minutos.[149]

Nos primeiros cinco minutos, os preços de mais de 300 valores mobiliários sofreram uma rápida e vertiginosa desvalorização, que levou a uma *crise de liquidez* instantânea, caracterizada por um altíssimo número de ordens de venda que não podiam ser absorvidas pelo mercado.

Nos quinze minutos seguintes, os preços se recuperaram substancialmente e se restabeleceu o equilíbrio entre ordens de compra e venda.

---

[147] O preciso diagnóstico é de DI DOTTO, Bruno. **Negócios da Companhia com Ações de sua Emissão**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014, p. 52. Em nota de rodapé: "Em verdade, o que é importante enfatizar é que o limite percentual ora mencionado não tem por função a proteção dos credores (que advém da utilização do saldo de lucros e reservas), mas evitar o enxugamento da liquidez das ações e abrir menos espaço para manobras manipulativas com as ações próprias, objetivos dignos, por si só, de tutela regulatória."

[148] Episódio que inspirou o *bestseller* LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: WW Norton & Company, 2015, no qual se lê, à p. 108, o seguinte: "'Liquidity' was one of those words Wall Street people threw around when they wanted the conversation to end, and for brains to go dead, and for all questioning to cease". Questionando aspectos técnicos do livro, cf. o interesante KOVAC, Peter. **Flash Boys: Not So Fast: An Insider's Perspective on High-Frequency Trading**. California: Directissima Press, 2014.

[149] Cf. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC); U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues**. Washington, D.C., 2010, pp. 1-6. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> Acesso em 6 de janeiro de 2017.

A extrema volatilidade causou situações absurdas. Certos negócios foram realizados por menos de um dólar; outros por 100.000 dólares, verificando-se oscilações superiores a 60% do preço médio dos respectivos ativos.[150]

As causas do *flash crash* foram intensamente debatidas pelos reguladores e pela literatura especializada. Embora o evento tenha sido atribuído a uma série de fatores, um dos elementos que contribuíram para sua ocorrência foram os chamados mecanismos de *high-frequency trading* (HFT)[151] – isto é, mecanismos de negociação em alta frequência.[152]

Os HFT são, em linhas gerais, algoritmos programados para negociar, de forma automatizada, quantidades significativas de valores mobiliários em micro frações de segundos. Em um intervalo de um minuto, um HFT pode vir a emitir milhares de ordens de compra e venda – inclusive tendo o mesmo ativo por objeto.

Os HFT podem adotar diferentes estratégias de negociação. Em geral, as estratégias envolvem arbitragem, visando ao aproveitamento de ineficiências no preço de ativos negociados em mais de um mercado – por exemplo, no mercado à vista e no mercado futuro.

---

[150] "However, as liquidity completely evaporated in a number of individual securities and ETFs, participants instructed to sell (or buy) at the market found no immediately available buy interest (or sell interest) resulting in trades being executed at irrational prices as low as one penny or as high as $100,000." U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC); U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues**. Washington, D.C., 2010, pp. 1-6. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> Acesso em 6 de janeiro de 2017, p. 5.

[151] A sigla em idioma estrangeiro será mantida apenas em razão de sua utilização corrente tanto pela BM&FBOVESPA quanto pela própria CVM.

[152] Sobre os HFT, cf.: BODEK, Haim. **The Problem of HFT: Collected Writings on High Frequency Trading & Stock Market Structure Reform**. California: Decimus Capital Markets, 2013; CARTEA, Álvaro; JAIMUNGAL, Sebastian; PENALVA, José. **Algorithmic and high-frequency trading**. Cambridge: Cambridge University Press, 2015; BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014; ROSOV, Sviatoslav. **Liquidity in Equity Markets**: **Characteristics, Dynamics, and Implications for Market Liquidity**. Virginia: CFA Institute, 2015; ABERGEL, Frédéric; BOUCHAUD, Jean-Philippe; FOUCAULT, Thierry; LEHALLE, Charles-Albert; ROSENBAUM, Mathieu. **Market microstructure: Confronting Many Viewpoints**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012 (em especial os trabalhos de Thierry Foucault; Nicolas Huth e Frédéric Abergel; e Nakahiro Yoshida); NARRANG, Rish K. **Inside the Black Box: A Simple Guide to Quantitative and High-Frequency Trading.** 2nd edition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

Atualmente, os HFT respondem por aproximadamente 55% dos negócios realizados no mercado acionário norte-americano.[153] No Brasil, sua participação tem crescido substancialmente ao longo dos últimos anos. Os relatórios da CVM apontam que, em 2014, os HFT foram responsáveis por 14% do volume total negociado e 46% do número total de negócios no segmento Bovespa.[154]

A atuação dos HFT desperta preocupações em reguladores ao redor do mundo.[155]

Por um lado, o volume de negócios realizados por meio desses mecanismos pode estimular a liquidez do mercado acionário – especialmente porque se adotam formas de negociação semelhantes às dos formadores de mercado, inclusive quanto à fixação de um *spread* para negociação.

Por outro lado, os negócios realizados pelos HFT não se baseiam em análises fundamentalistas dos ativos. Para um HFT, em geral não importa quem é o novo administrador de uma companhia, quais as perspectivas de negócio ou qual é a política de dividendos adotada; mas de que forma as oscilações de preço resultantes desses aspectos podem ser utilizadas em seu favor.

Foi justamente essa característica que tornou relevante a atuação de HFTs no chamado *flash crash*: algoritmos interpretaram a pressão vendedora ocasionada pela venda de um grande lote de contratos futuros de tal forma que eles multiplicaram aquela pressão, dando origem a uma crise de liquidez (excesso de ordens de venda que não podiam ser absorvidas).

---

[153] Cf. MILLER, Rena S; SHORTER, Gary. High Frequency Trading: Overview of Recent Developments. *In*: **Congressional Research Service 7-5700**. 2016. Disponível em: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R44443.pdf>. Último aceso em 12 de janeiro de 2017.

[154] Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório Anual 2014**. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2014.pdf. Último acesso em 23 de outubro de 2016.

[155] Nesse sentido U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Equity Market Structure Literature Review Part II: High Frequency Trading - By Staff of the Division of Trading and Markets.** Washington, D.C., 2014. Disponível em: <https://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf >. Acesso em 6 dezembro de 2016; FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES (FESE). **FESE Response to CESR Call for Evidence Micro-structural Issues of the European Equity Markets**. Brussels, 2009. Disponível em: <http://www.fese.eu/images/documents/position-papers/2010/FESE%20response%20to%20CESR%20CfE%20on%20micro-structural%20issues%20of%20the%20European%20equity%20markets.pdf>. Acesso em 06 de dezembro de 2016.

Nesse contexto, os esforços regulatórios têm buscado enfrentar sete grandes temas, relacionados aos impactos dos HFT sobre: **(a)** a *liquidez* dos ativos – em especial aos riscos de liquidez decorrentes da atuação dos HFT, a exemplo do que ocorreu no *flash crash*; **(b)** *volatilidade* provocada pelos HFT; **(c)** *precificação* dos ativos; **(d)** riscos de danos a investidores "lentos"; **(e)** riscos sistêmicos; **(f)** *manipulação de mercado*; e **(g)** *organização* do mercado.[156]

Cada um desses temas tem recebido atenção regulatória ao redor do mundo, o que se evidencia pela evolução, de 2010 até hoje, dos arcabouços normativos aplicáveis aos HFT.

No Brasil, a atuação dos HFT tem se sujeitado às regras expedidas pela BM&FBOVESPA. Paralelamente, a CVM tem conduzido estudos a respeito, tendo instituído um núcleo especializado para o "*acompanhamento de inovações tecnológicas no mercado de capitais*".[157]

3.3.3.2. *Dark Pools*

Como dito, uma das principais características dos mercados de bolsa é a publicidade inerente aos processos de formação de preço e aos fluxos de ordens emitidas.

No Brasil, por exemplo, basta o acesso a um *home broker* para que se possa examinar dados do mercado como **(a)** o volume de negócios; **(b)** o preço médio de negociação de um ativo; **(c)** as ordens de compra e venda em aberto (preço e quantidade de ações).

Esse modelo de absoluta transparência vem sendo, há alguns anos, contraposto a ambientes de negociação em que não há divulgação alguma dos dados referentes à *pré-negociação*. Os participantes não sabem qual é o sentido do fluxo de ordens referentes a determinado ativo; por quais preços um ativo é ofertado; qual a quantidade disponível para negociação; e assim por diante.

---

[156] FOUCAULT, Thierry. Algorithmic Trading: Issues and Preliminary Evidence. *In*: ABERGEL, Frédéric; BOUCHAUD, Jean-Philippe; FOUCAULT, Thierry; LEHALLE, Charles-Albert; ROSENBAUM, Mathieu. **Market microstructure: Confronting Many Viewpoints**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012, pp. 4-5.

[157] Cf. Portaria CVM/PTE/Nº 105, de 7 de junho de 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160607/PORTARIA-105.pdf>. Acesso em 21 de dezembro de 2016.

A ausência de informações de mercado caracteriza a *opacidade* daqueles ambientes – que ficaram conhecidos como *dark pools*.[158]

Em uma definição simples e abrangente, pode-se dizer que um *dark pool* é "*um conjunto de ordens para que se compre ou venda um ativo, cuja existência não é conhecida publicamente ou divulgada*."[159]

Os *dark pools* foram concebidos para trazer vantagens na negociação. Em síntese, as principais seriam **(a)** a confidencialidade; **(b)** a redução dos impactos no mercado causados pelos negócios realizados e pelas ordens emitidas; **(c)** a potencial redução de custos de negociação em decorrência da competição entre ambientes de negociação; e **(d)** a possibilidade de obtenção de melhores preços.

Não é difícil compreender os motivos que levariam um investidor a negociar por meio de um *dark pool* ao invés de fazê-lo em um mercado transparente.

Imagine-se, por exemplo, que um investidor deseje adquirir uma quantidade significativa de ações de determinada companhia.

Ao colocar sua ordem no mercado, ele poderia atrair a concorrência de outros investidores que buscam adquirir o mesmo ativo, e que fariam com que seu preço subisse mediante a emissão de ordens de compra mais caras.

Em um *dark pool*, esse problema não existiria – ou ao menos não seria ocasionado pela publicidade da primeira ordem de compra emitida.[160]

Sob o ponto de vista da *liquidez*, os *dark pools* propiciam-na sem que os participantes saibam em qual medida isso ocorre.

---

[158] Sobre o tema, cf. BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014; PATTERSON, Scott. **Dark pools: The Rise of the Machine Traders and the Rigging of the US Stock Market**. New York: Crown Pub, 2013; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Consultation Report 05/10 - Issues Raised by Dark Liquidity**. 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>. Acesso em 06 de dezembro de 2016.

[159] BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p. 3.

[160] BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p. 6.

Como visto no Capítulo 2, a *liquidez* pode ser mensurada, entre outros, com base nas ordens de compra e venda em aberto – quantificando-se o *bid-ask-spread*, ou examinando-se o equilíbrio entre ordens contrapostas.

Em um efetivo *dark pool*, nenhum desses elementos é conhecido pelos participantes – sendo este, como dito, seu principal atrativo. Não é possível mensurar, portanto, qual é a liquidez de um ativo, razão pela qual a literatura especializada se refere à liquidez proporcionada por aquele ambiente de negociação como "*dark liquidity*".

Também os *dark pools* têm sido, nos últimos anos, objeto de atenção de reguladores ao redor do mundo.[161] No Brasil, o problema ainda não se tornou relevante na prática, tendo em vista que a regulamentação vigente veda, em princípio, ambientes de negociação com essas características – ao menos por enquanto.[162]

3.4. O PAPEL DA REGULAÇÃO E DA AUTORREGULAÇÃO

A liquidez dos mercados de valores mobiliários também é determinada pela atuação dos reguladores.

Cabe a eles, em primeiro lugar, estabelecer regras que visem a fomentar a liquidez de maneira *direta*.

É o que ocorre, por exemplo, quando a atenção dos reguladores se volta aos outros dois fatores examinados nos itens anteriores – ou seja, o comportamento dos investidores e a microestrutura do mercado.

Nesse contexto, não são poucos os desafios regulatórios do mundo atual, e do Brasil especialmente.

De fato, a crise econômica que se iniciou ao final da década passada teve impactos negativos sobre a percepção dos investidores quanto ao mercado de capitais brasileiro. Houve evasão de investidores pessoas físicas e de investidores estrangeiros, agravada pela

---

[161] Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Consultation Report 05/10 - Issues Raised by Dark Liquidity**. 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>. Acesso em 06 de dezembro de 2016; e BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p.7 e ss.

[162] Cf. art. 50 da Instrução CVM nº 461/07: "Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços."

recente redução do grau de investimento atribuído ao país por agências de *rating* internacionais.

Além disso, as estratégias de negociação envolvendo sofisticados meios tecnológicos – os HFT, por exemplo – e as discussões sobre o ingresso de novas plataformas de negociação no Brasil exigem permanente reflexão sobre a efetividade do arcabouço normativo vigente, para que não se descuide dos riscos associados às inovações.

Em segundo lugar, os reguladores também fomentam a liquidez do mercado acionário *indiretamente*.

Nesse sentido, já se constatou que a liquidez é afetada, por exemplo, pelas regras de *governança corporativa* vigentes, bem como pelas regras referentes à divulgação de informações aplicáveis às companhias abertas.[163]

Mas o fomento à liquidez – seja diretamente, seja indiretamente – não é um problema de competência exclusiva dos reguladores estatais, como a CVM. Ele também se insere no rol de temas que competem à chamada *autorregulação*.[164]

Como se sabe, as regras que disciplinam a estrutura do mercado de capitais brasileiro atribuem aos administradores de mercados de valores mobiliários competência para editar regras de funcionamento; para fixar requisitos para a listagem de valores mobiliários; para supervisionar a atuação dos participantes; e assim por diante.

---

[163] Cf. FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 354 e ss.; CHUNG, Kee H.; ELDER, John; KIM, Jang-Chul. Corporate Governance and Liquidity. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 45**, nº 2, 2010, p. 265 e ss.; e o importante trabalho de COFFEE JR., John. Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor. *In*: **Columbia Law Review**, vol. 91, n. 6, October 1991, pp. 1277 e ss., examinado mais adiante.

[164] Sobre os aspectos gerais da autorregulação no Brasil, cf. TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 367 e ss.; DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005; TRINDADE, Marcelo; SANTOS, e Aline de Menezes, **Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional**. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf> (acesso em 7 de janeiro de 2017); YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 211 e ss.; CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia**. São Paulo: Almedina, 2011; TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 369.

Além de sua competência fiscalizatória, os administradores de mercados de valores mobiliários também podem estabelecer regras que se tornem aplicáveis aos emissores de valores mobiliários apenas mediante sua adesão. Trata-se da chamada autorregulação de base *voluntária*, sobre a qual se tem escrito cada vez mais.[165]

No Brasil, desde o início da década passada, a autorregulação tem tido papel proeminente no fomento à liquidez. São diversas as medidas relevantes que poderiam ser mencionadas nesse sentido.

Para citar apenas as principais, basta lembrar, em primeiro lugar, dos segmentos especiais de listagem criados pela BM&FBOVESPA, os quais têm, entre outros propósitos, o de estimular a liquidez do mercado acionário.[166]

Nesse sentido, para que uma companhia possa aderir a um daqueles segmentos, ela deve manter um patamar mínimo de ações em circulação, como forma de incentivo à liquidez – na medida em que isto supostamente aumentaria a quantidade de potenciais compradores e vendedores, ou seja, a amplitude do mercado.

Em segundo lugar, a maior parte das regras referentes à microestrutura do mercado também se insere no âmbito de competência da autorregulação.

Em geral, as inovações nos mecanismos específicos de negociação ficam a cargo dos administradores de mercados organizados, limitados pelas regras gerais estabelecidas no marco regulatório vigente, ou seja, a Instrução CVM n° 461/07.

Nesse contexto, a atuação dos HFT no mercado acionário brasileiro tem sido disciplinada exclusivamente por normas expedidas pela BM&FBOVESPA, assim como os mecanismos de acesso direto ao mercado (DMA), entre outros.

Portanto, o estímulo à liquidez deve ser concebido como um desafio conjunto, a ser enfrentado pela regulação e pela autorregulação.

---

[165] "Em geral, os modelos de base voluntária atuam para além da lei e da regulação estatal, visando a criar para os agentes de mercado direitos e deveres inexistentes até o momento. A liberdade do autorregulador é bastante ampla, tendo como limite a sua criatividade e as disposições cogentes da lei e da regulação estatal." TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 369.

[166] Sobre os objetivos do Novo Mercado – segmento mais elevado de governança corporativa –, cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª edição. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 68-73.

Isso sem contar, naturalmente, que antes de ser um problema regulatório, na essência do tema figura uma questão *política*: de que forma pode o Estado incentivar a captação da poupança popular pelo mercado de capitais? O problema foge dos limites desta tese.

3.5. DESAFIOS REGIONAIS: A PESQUISA DA IOSCO

Até agora, fez-se menção a três fatores determinantes para que um mercado acionário seja líquido, bem como a algumas de suas ramificações.

Contudo, o estímulo à liquidez deve considerar o contexto e os problemas específicos de cada mercado acionário. As soluções eventualmente propostas em um país não possuem validade universal.

Nesse sentido, os mecanismos instituídos nos Estados Unidos ou na Inglaterra não são automaticamente transponíveis ao mercado brasileiro ou ao mercado alemão, por um motivo simples: muitos deles visam a enfrentar problemas que inexistem em mercados acionários menos desenvolvidos.

Há, naturalmente, pontos de intersecção e problemas comuns. Para esses casos, as soluções regulatórias podem ser compartilhadas, com cautela. Não seria proveitoso, por exemplo, ignorar a experiência americana com os algoritmos de negociação em alta frequência – especialmente episódios como o mencionado *flash crash*, de 2010. Mas tampouco se deve esquecer que, nos Estados Unidos, o uso daqueles algoritmos se encontra em um estágio mais avançado do que em diversos outros países do mundo, como o Brasil.

Em outras palavras, sofisticados debates regulatórios podem ser inadequados para algumas realidades regionais. Mercados emergentes possuem problemas que inexistem em mercados desenvolvidos, e vice-versa. Antes da cura, é preciso que se faça o diagnóstico corretamente.

Uma das principais contribuições para a identificação de problemas regionais foi feita há aproximadamente dez anos, pela IOSCO.[167]

[167] A IOSCO é a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários.

Em 2006, a entidade conduziu uma abrangente pesquisa sobre os fatores que influenciam a liquidez em mercados emergentes.

Para esse fim, a IOSCO encaminhou um questionário aos países membros do Comitê de Mercados Emergentes, entre os quais o Brasil. As conclusões da pesquisa foram apresentadas por meio de um relatório, em 2007.[168]

Algumas conclusões apresentadas naquele relatório são datadas e talvez tenham perdido sua razão de ser dez anos depois – lembre-se que, nesse período, entre outros eventos, as bolsas de valores ao redor do mundo se transformaram substancialmente com os processos de *desmutualização*, como mencionado.

Outras conclusões, no entanto, permanecem válidas, sobretudo para o mercado brasileiro.

A primeira delas refere-se à *concentração acionária*. De acordo com o relatório, este é um dos principais (quiçá o principal) fatores que influenciam negativamente a liquidez de mercados emergentes.[169]

Trata-se de um problema praticamente inexistente no mercado americano, tendo em vista que as *corporations* apresentam, de modo geral, altíssimos níveis de dispersão acionária.

No Brasil, a concentração acionária é uma realidade desde os primórdios do mercado de capitais. O perfil predominante das companhias abertas continua sendo o de companhias com controle majoritário e baixos índices de dispersão.[170]

---

[168] INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[169] INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, pp. 11 e ss. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[170] Cf. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 75e ss. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 63, Nota de Texto 10: "No Brasil, é extrema a concentração acionária. De acordo com dados constantes no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, emitido pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 2003, mais da metade (51%) das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas estão em mãos de um único acionista, sendo que 65% das ações estão detidas pelos três maiores acionistas. Como

É verdade, por outro lado, que o número de companhias com capital disperso aumentou ao longo dos últimos doze anos, especialmente no chamado Novo Mercado. Contudo, tem-se verificado um novo ciclo de concentrações, seja por meio de tomadas de controle, seja no contexto de operações de fechamento de capital.

Além disso, o estudo da IOSCO aponta um aspecto interessante e certamente pertinente ao mercado brasileiro: a concentração não é promovida apenas por acionistas controladores, mas também por acionistas minoritários que se comportam passivamente após a aquisição de posições acionárias relevantes – notadamente, os fundos de pensão.[171] No mercado brasileiro, não são poucas as companhias de que esses fundos participam como minoritários, raramente negociando as ações de sua titularidade.

Essa passividade está diretamente relacionada a outro fator apontado pelo estudo da IOSCO, que nada mais é do que a outra face da concentração acionária: os níveis mínimos de ações em circulação – entendidas como aquelas "*imediatamente disponíveis para negociação no mercado*".[172]

Ademais, não é incomum que acionistas titulares de ações "em circulação" não as negociem habitualmente. Isto provoca uma ilusão quanto à quantidade de ações *efetivamente negociadas* – um dos principais problemas do mercado brasileiro.

Além da concentração acionária, o estudo da IOSCO aponta outros fatores que colocam desafios aos reguladores.

Os principais são, em síntese, **(a)** a participação de investidores estrangeiros – que estimularia a liquidez dos mercados; **(b)** as formas de acesso ao mercado, incluindo-se o chamado acesso direto (DMA); **(c)** a realização de negócios por meios virtuais – um dos

---

indicado no estudo, esses números provavelmente subestimam a real concentração acionária existente no Brasil."

[171] "Lastly, pension funds as a "passive investors" with sizeable presence in a capital market may have significant impact on market liquidity because they often adopt a long-term investment strategy. This may have a negative influence on the level of shareholding concentration, and overall market liquidity. In an effort to improve liquidity in the capital market, the Employees Provident Fund in Malaysia significantly increased its allocation of funds to external fund managers." INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, pp. 12-13. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[172] INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 13. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

exemplos de fatores que perderam sentido ao longo do tempo; **(d)** os custos de negociação – quanto menores, mais proporcionariam liquidez; **(e)** a qualidade da infraestrutura de negociação; **(f)** a migração de companhias para bolsas de valores em mercados mais desenvolvidos (*dual listing / cross listing*); **(g)** a participação dos investidores de varejo; **(h)** a estrutura das bolsas de valores, sobretudo no que concerne aos riscos de fragmentação de liquidez; **(i)** a necessidade de aprimoramento das regras de governança corporativa; **(j)** a qualidade das companhias abertas – ou seja, companhias mal administradas e que oferecem baixo retorno representam um desincentivo aos investidores; **(k)** fatores como a duração dos pregões, a atuação de formadores de mercado e as políticas de dividendos.

No Brasil, entre os fatores apontados no relatório da IOSCO, a *concentração acionária* é, provavelmente, o que tem sido o maior objeto de preocupações do legislador e dos reguladores, ao menos há duas décadas.

Muitas das soluções pensadas têm natureza eminentemente *societária* e consistem na edição de regras que impõem ônus financeiros e políticos ao *acionista controlador*, caso este venha a praticar condutas potencialmente danosas à liquidez de que dispõem os acionistas.

Antes de examiná-las detalhadamente, é preciso aprofundar a relação entre *concentração acionária* e *liquidez*.

4. LIQUIDEZ E CONTROLE

4.1. CONCENTRAÇÃO E DISPERSÃO

4.1.1. Significados

A expressão *concentração acionária* designa situações distintas.

Ela pode indicar, em primeiro lugar, que as ações emitidas por uma companhia aberta são detidas por *poucos* acionistas.[173]

Em segundo lugar, pode-se pensar em *concentração* sob a perspectiva da *titularidade do controle acionário*.

Nesse contexto, *concentração* corresponde à presença de um acionista ou grupo de acionistas que detenha mais da metade do capital votante de uma companhia, o que lhe assegura o exercício majoritário do poder de controle. Esta é a noção adotada pelo art. 137, II, "b", da Lei das S.A.[174]

Seja qual for o conceito adotado, trata-se, na essência, de uma questão de organização da *propriedade acionária* e, consequentemente, da *estrutura de capital* das companhias.[175]

O modelo oposto ao da concentração acionária é o da *dispersão* – que pode significar tanto que a base acionária de uma companhia é composta por um grande número

[173] Ao examinar essa definição *a contrario sensu*, isto é, sob a ótica da dispersão, Erik Oioli afirma que "[e]ssa ideia a princípio seria correta tendo em vista o significado da palavra 'dispersar', mas insuficiente para estabelecer uma *regula juris* para a dispersão do capital. Não nos parece sensato tentar definir uma companhia como de capital disperso simplesmente em função, por exemplo, da existência de um número mínimo de acionistas tal que se pudesse assegurar que as ações estão suficientemente espalhadas no mercado, conforme já adotado no passado pelo legislador brasileiro para definir a sociedade anônima de capital aberto. (...) É a partir da configuração do poder de controle que se pretende definir o que seja uma companhia de capital disperso." OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 80.

[174] Segundo o qual há dispersão (podendo-se inferir, *a contrario sensu*, quando há concentração) quando o acionista controlador detiver menos da medade de determinada espécie ou classe de ação.

[175] Cf., ainda, COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 43 e ss.; BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. Tenth Printing. Transaction Publishers: New Brunswick (U.S.A.) and London (U.K.), 2009, p. 18 e ss.

de acionistas; quanto a inexistência de um acionista ou grupo de acionistas titular de mais da metade do capital votante.[176]

Ao redor do mundo, percebe-se que, na maioria dos mercados de capitais, predominam as companhias com o capital *concentrado*.

Curiosamente, as duas principais exceções à regra são os mercados americano e inglês – talvez os mais bem sucedidos na história do capitalismo. Ambos são marcados pela quantidade expressiva de companhias com capital disperso, nas quais o controle é exercido por administradores, e não por acionistas.[177]

4.1.2. Reflexos no Ordenamento Jurídico Vigente

Os problemas societários associados ao binômio *concentração* e *dispersão* são antigos e muito conhecidos. A literatura a esse respeito é extensa.[178]

De fato, já se constatou que os regimes jurídicos aplicáveis às companhias abertas são profundamente determinados pelos modelos de estrutura de capital vigentes em cada contexto.[179]

---

[176] Os trabalhos sobre dispersão acionária são abundantes na literatura jurídica, ao menos desde o clássico livro de Berle e Means, já referido. No Brasil, o tema ganhou fôlego, em especial, desde a década passada. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 60 e ss.; SALOMÃO FILHO, Calixto. Diluição de Controle. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª edição. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 78 e ss.; OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014; MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 182 e ss., entre outros.

[177] Não se trata de coincidência. Como se verá ao longo do capítulo, o sucesso do mercado de capitais parece estar diretamente associado ao modelo de organização da propriedade acionária predominante em cada contexto. Nesse sentido, a significativa contribuição de LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. *In*: **Journal of Finance**, v. 54, 1999, p. 471 e ss.; COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *In*: **Yale Law Journal**, v. 111, 2001, p. 1 e ss.

[178] COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *In*: **Yale Law Journal**, v. 111, 2001, p. 1 e ss.; GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *In*: **Harvard Law Review**, 6, Vol. 119, April/2003, pp. 1641 e ss.; EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 109 e ss.; ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 29.

[179] "There can be little doubt, however, that the reverse is (also?) true: the structure of corporate law in any given country is in important part a consequence of that country's particular pattern of corporate ownership, which is in turn determined at least in part by forces exogenous to corporate law." ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 31; Cf., ainda, BLAIR,

Nos países em que prevalece o modelo de capital disperso, as preocupações societárias recaem, especialmente, sobre a relação entre acionistas e administradores e os conflitos dela resultantes.[180]

Por outro lado, nos países em que predomina a concentração acionária, as relações entre *acionista controlador* e *acionistas minoritários* figuram no centro das discussões.

Não são poucas as potenciais fontes de tensão entre esses personagens: o abuso do poder de controle; as deliberações em interesse próprio; as decisões relacionadas à gestão do caixa da companhia e ao pagamento de dividendos; e assim por diante.[181]

No Brasil, o modelo predominante desde os primórdios do mercado de capitais nacional, como mencionado, é o da concentração acionária, por uma série de razões históricas, políticas e econômicas.[182]

As companhias abertas listadas no mercado brasileiro são, em sua imensa maioria, controladas por acionista ou grupo de acionistas titular de mais da metade do capital social.

Isso se reflete diretamente na estrutura da Lei das S.A.

4.1.3. A Lei das S.A.: Acionista Controlador e Princípio Majoritário

Um dos pilares centrais da Lei das S.A. é o tratamento dado ao acionista controlador.[183]

Margaret M. **Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**. Washington: The Brookings Institution, 1995, p. 28 e ss.

[180] HANSMANN, Henry; ARMOUR, John; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 35 e ss.; Sobre os modelos no contexto das ofertas públicas, cf., no Brasil. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 167 e ss.

[181] GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *In*: **Harvard Law Review**, 6, Vol. 119, April/2003, pp. 1641 e ss.; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 89 e ss. Sobre a proteção à minoria acionária como uma "*necessária complementação ético-jurídica do princípio da maioria*", cf. WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht**. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 404 e ss.

[182] Uma das razões para a concentração é a constituição das sociedades anônimas, no Brasil, como sociedades *familiares*. "As grandes emprêsas nacionais, que se organizaram sob a forma anônima, começaram como sociedades de família. E muitas, das que hoje existem, estão impregnadas dêsse caráter." VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. Vol. III. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 264.

[183] Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 154; e LAMY FILHO,

Nesse sentido, a Lei das S.A. reconhece que o acionista controlador é o titular de direitos de sócio que lhe assegurem "*de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*"; além de usar "*efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*."[184]

A Lei das S.A. impõe algumas limitações ao exercício do poder de controle, como a proibição de votar em hipóteses excepcionais e de exercer seu poder de forma abusiva.[185]

Não obstante, a regra geral é o chamado *princípio da maioria*.[186] Nas companhias em que houver um acionista detentor de mais da metade do capital votante, este corresponderá à maioria.

Para equilibrar o exercício desse poder em face dos acionistas minoritários, a Lei das S.A. trilhou, basicamente, dois caminhos.

Em primeiro lugar, ela submete o acionista controlador a um regime de responsabilidades específico, impondo-lhe deveres "*perante os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua*".[187] Visando à efetividade desse regime, ela previu uma ação de responsabilidade que se pode manejar

---

Alfredo. O Acionista Controlador na Nova Lei de S.A. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 149.

[184] Art. 116 da Lei das S.A.

[185] Sobre o tema, cf. o clássico trabalho de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2014. E, ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR; Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013; LAMY FILHO, Alfredo. Abuso do direito de voto e conflito de interesses – Interpretação do Art. 115 e seu §1º - O direito de voto do controlador. *In*: **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de Voto e Conflito de Interesse nas Assembleias Gerais. *In*: **Pareceres.** Vol I. São Paulo: Singular, 2004. Sobre o abuso de minoria, cf. o profundo trabalho de ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

[186] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 50 e ss.; LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 153; e, ainda, GALGANO, Francesco. La Forza del Numero e la Legge della Ragione: Storia del Principio di Maggioranza. Bolonha: Il Mulino, 2007. No direito positivo, o princípio majoritário está disciplinado no art. 129 da Lei das S.A.

[187] Cf. art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A.

contra o acionista controlador, além de instituir um regime jurídico aplicável ao voto abusivo (arts. 115 e 117 da Lei das S.A.).[188]

Em segundo lugar, a Lei das S.A. estabelece um arcabouço de direitos típicos de acionistas minoritários – ainda que alguns deles não estivessem nos planos originais dos autores do projeto de lei que a precedeu[189] – além de um elenco de direitos individuais que não podem ser objeto de deliberação pela maioria.[190]

Entre esses direitos está o de se *retirar* da companhia, em hipóteses excepcionais, quando a deliberação tomada tiver por objeto aspecto estrutural ou central da companhia ou de seus negócios.[191]

Mas o que a Lei das S.A. praticamente *não faz* é *excepcionar o princípio da maioria para assegurar direitos de veto aos acionistas minoritários*.

Ela poderia fazê-lo – por exemplo, fixando quóruns especiais de deliberação que *exigissem a aprovação de mais da metade do capital votante*, ou da *maioria da minoria*.

Contudo, a clara opção legislativa foi não só a de reconhecer o poder de controle, como também a de *garantir sua efetividade* no âmbito das deliberações sociais. Não por outro motivo, já se afirmou, em tom de crítica, que, no Brasil, "*a sociedade anônima*

---

[188] Cf., sobre o tema, cf. BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998; ARAGÃO, Paulo Cézar. Aspectos Processuais da Legislação Societária. *In*: **Revista dos Tribunais**, v. 641, a. 78, 1989; MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Importância do Sistema de Solução de Conflitos para o Direito Societário: Limites do Instituto da Arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário**, São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77-99; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, § 1º, "b" da Lei 6.404/76). *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário II**, São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 249-303.

[189] É o caso, especificamente, do direito de venda conjunta assegurado aos acionistas minoritários nas operações de alienação do controle. Nesse sentido, cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 285 e ss.

[190] Cf. art. 109 da Lei das S.A., que estabelece matérias nas quais "*cada acionista detém (...) um direito de veto*". COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 46.

[191] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 52; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979, p. 426 e ss.

representa, não uma instituição, mas um instrumento de realização do interesse do acionista controlador."[192]

Por esse motivo, a Lei das S.A. limita-se, mesmo nas deliberações que podem causar profundos impactos sobre a vida social, a assegurar o direito de recesso aos acionistas minoritários; ou outro evento de liquidez equivalente, como a realização de uma OPA.[193]

O princípio da maioria, e consequentemente a prevalência do acionista controlador majoritário, encontra poucas exceções na Lei das S.A., todas indicadas de forma expressa e taxativa.

A primeira delas refere-se à deliberação tomada na assembleia de constituição da companhia, na qual "*a maioria não tem o poder para alterar projeto de estatuto*", atribuindo-se um voto a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe.[194]

A segunda exceção consiste na deliberação de transformação do tipo societário. Nessa raríssima hipótese, salvo se o estatuto autorizar a observância do princípio da maioria, a deliberação deve ser tomada por *unanimidade de votos*.[195]

A terceira exceção é a aprovação de cisão desproporcional, para a qual se requer a deliberação por unanimidade dos votos – tendo em vista que a vigência do princípio da maioria, nesse caso, poderia levar à eventual expropriação de certos acionistas, caso recebessem parcela do acervo social inferior àquela a que fariam jus.[196]

A quarta exceção se refere à companhia em fase de liquidação. Trata-se da possibilidade de se proceder à partilha do acervo social mediante entrega *in natura*, para a qual se exige a aprovação de 90% dos acionistas.[197]

---

[192] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIX, n. 77, Janeiro-Março/1990, p. 53.
[193] Cf., por exemplo, art. 254-A da Lei das S.A. Sobre as deficiências desse dispositivo como mecanismo de proteção, cf. o recente trabalho PITTA, André Grünspun. As Funções das Regras de Proteção aos Acionistas nas Operações sobre o Controle Societário: a insuficiência do arcabouço normativo brasileiro. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Org.). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 196 e ss.
[194] Cf. art. 87, §2º, da Lei das S.A.
[195] Cf. art. 221 da Lei das S.A.
[196] Cf. art. 229, §5º, da Lei das S.A.
[197] Art. 215, §1º, da Lei das S.A..

A quinta exceção diz respeito à mudança de nacionalidade da companhia, ainda disciplinada pelo Decreto-Lei nº 2.627/40, para a qual se exige a unanimidade dos sócios.[198]

Por fim, a sexta exceção são as deliberações cuja eficácia depende da prévia aprovação ou ratificação dos titulares de ações preferenciais que tenham seus direitos prejudicados – diretamente – por deliberação da assembleia geral ordinária.[199]

4.1.4. Lei das S.A. e dispersão acionária

A Lei das S.A. também contém alguns elementos próprios de regimes jurídicos concebidos no contexto de mercados caracterizados pela dispersão acionária.[200]

À época de sua promulgação, tinha-se a perspectiva – distante – de que o desenvolvimento do mercado de capitais levasse ao surgimento de verdadeiras *corporations* no Brasil.[201]

Em partes, aquela visão adquiriu esboços de realidade.

Com a grande quantidade de ofertas públicas iniciais nos anos 2000, aumentou substancialmente a quantidade de companhias com controle minoritário, ou mesmo sem acionista controlador.

Na prática, contudo, o surgimento daquelas companhias demonstrou que a Lei das S.A., embora visionária, talvez não estivesse pronta para lidar integralmente com o fenômeno da dispersão acionária.

---

[198] Cf. art. 300 da Lei da S.A.

[199] Art. 136, §1º, da Lei das S.A.

[200] Por exemplo, a OPA prevista no art. 257, como *meio* de aquisição originária do controle; ou a possibilidade de redução do quórum qualificado de deliberação previsto no art. 136, "*no caso de companhia aberta com propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto*." (cf. art. 136, §2º).

[201] "Realmente, ao fim do ciclo, chegamos a uma nova realidade, a um novo conceito, a uma propriedade dispersa, móvel gerida por profissionais que não são donos, dinâmica, e que só tem valor na medida em que apresenta produtividade." LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 145. Nos trabalhos que antecederam a edição da Lei das S.A., revela-se que o claro fio condutor do modelo adotado foi criar estruturas que viabilizassem "a grande empresa privada nacional", a qual seria "instrumento eficiente de distribuição da renda e democratização da propriedade do capital." (p. 136 da obra citada).

Muitas soluções para novos problemas passaram, assim, a ser buscadas em outras fontes, como os estatutos sociais – pense-se nas chamadas *cláusulas de proteção à dispersão* –, nas normas regulamentares expedidas pela CVM e nas regras da autorregulação.[202]

Não obstante, com a mudança da realidade econômica ao longo desta década, os movimentos de dispersão perderam força e os de concentração acionária ganharam fôlego.

Companhias com controle minoritário ou sem controlador assistiram a operações de aquisição de controle – ainda que algumas tenham fracassado – e muitas companhias abertas fecharam seu capital.[203]

Nesse contexto, a Lei das S.A. tem sido intensamente testada em um de seus aspectos centrais: a disciplina de potenciais conflitos entre acionistas controladores e minoritários – os quais também repercutem sobre a liquidez das ações negociadas em bolsa.

4.2. CONTROLE E LIQUIDEZ

A relação entre *concentração* e *liquidez*, diagnosticada pelo estudo da IOSCO e por outros trabalhos,[204] não resulta exclusivamente do número eventualmente baixo de compradores e vendedores de um ativo.

---

[202] Cf. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 75; Sobre as cláusulas de proteção à dispersão, cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009; ZANINI, Carlos Klein. A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009; e, ainda, o Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009, editado pela CVM, com o Memorando redigido pelos então diretores Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek – analisado mais adiante.

[203] Veja-se, nesse sentido, o interessante trabalho de SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as Empresas Fecham o Capital no Brasil?. *In*: **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 2, 2015, com diversas correlações entre a reduzida liquidez do mercado brasileiro e a decisão de cancelamento do registro.

[204] Como o citado trabalho de LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. *In*: **Journal of Finance**, v. 54, 1999, p. 471 e ss.; COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *In*: **Yale Law Journal**, v. 111, 2001; "Under this analysis, controlling shareholder systems will be characterized by weak equity markets – too much liquidity tied up in control blocks – and by large differences in the value of controlling and minority blocks as a result of private benefit extraction by the controlling shareholder."

Uma das causas apontadas para explicar a correlação entre *concentração* e *baixa liquidez* é a *atuação do acionista controlador*.

Nesse sentido, em 1991, JOHN COFFEE JR. elaborou um abrangente estudo para investigar em que medida a opção por liquidez implicaria um sacrifício à participação política efetiva na companhia; e em que medida a opção por controle – tanto no sentido fiscalizatório, quando no sentido de condução das atividades sociais – implicaria um sacrifício à liquidez.[205]

Entre as conclusões apresentadas naquele estudo, figura a constatação – talvez intuitiva – de que, no mercado americano, "*liquidez e controle são antagônicos*"; e que "*aqueles que exercem o controle não gozam de liquidez, e vice-versa*".[206]

Não é difícil compreender as razões por trás da constatação enunciada.

Como explicado no Capítulo 2, a alienação de blocos compostos por maiores quantidades de ações é, em geral, de mais difícil absorção pelo mercado, podendo gerar impactos provisórios no preço do ativo, mesmo em um mercado líquido.

Quando se trata da alienação de ações de controle, as dificuldades aumentam substancialmente.

Em diversos países – no Brasil, inclusive – as alienações de controle não são regidas apenas pelas regras aplicáveis aos negócios de compra e venda de bens móveis. A elas se aplica um regime jurídico específico, que impõe ônus significativos aos potenciais compradores, como o de realizar uma OPA dirigida aos acionistas minoritários.[207]

Há, ainda, uma relevante questão de *preço*. As ações de controle, em geral, não são precificadas com base nas cotações vigentes no mercado, mas sim em avaliações que

---

GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *In*: **Harvard Law Review**, 6, Vol. 119, April/2003, p. 1.648.

[205] COFFEE JR., John. Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor. *In*: **Columbia Law Review**, vol. 91, n. 6, October 1991, pp. 1277 e ss.

[206] "This empirical observation leads in turn to a broader, normative contention: *liquidity and control are antithetical*. American law has said clearly and consistently since at least the 1930s that those who exercise control should not enjoy liquidity and vice versa." COFFEE JR., John. Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor. *In*: **Columbia Law Review**, vol. 91, n. 6, October 1991, p. 1.287. Veja-se, ainda, BHIDE, Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *In*: **Journal of financial economics 34**, nº 1, 1993, p. 50.

[207] Cf. art. 254-A da Lei das S.A.

consideram critérios como o fluxo de caixa descontado da companhia e os múltiplos de mercado de negócios semelhantes, além do chamado *prêmio de controle*.[208]

Portanto, não deve haver dúvidas de que o acionista controlador, em contrapartida à titularidade do controle acionário, sujeita-se a um sacrifício de liquidez – na medida em que negociar as ações de controle é significativamente mais oneroso do que negociar uma pequena participação na companhia. Esse ônus do controle é cada vez mais reconhecido pela literatura.[209]

Em virtude desse sacrifício, é compreensível que, em determinados momentos da vida societária, o acionista controlador atue de maneira *apática* quanto à liquidez das ações, a despeito dos já mencionados benefícios que ela pode trazer à própria companhia.

Mais do que isso: certas decisões tomadas pelo acionista controlador podem produzir impactos diretos sobre a liquidez das ações – prejudiciais aos acionistas minoritários, especialmente aos de mercado, mas talvez indiferentes, ou mesmo benéficas ao próprio controlador.[210]

4.3. EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE E LIQUIDEZ

Praticamente todos os atos típicos de controle podem ter impactos *indiretos* sobre a liquidez das ações, na medida em que tornarem a companhia mais ou menos atrativa para os participantes do mercado. É o que ocorre, por exemplo, com decisões relativas à adoção

[208] Sobre o chamado prêmio de controle, cf. HOFSTETTER, Karl. One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies". *In*: **North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation**, n. 31, 2005, p. 597 e ss., que trata a iliquidez imposta ao acionista controlador como um "custo externo do controle"; COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 247.

[209] "But holding a controlling position imposes costs in illiquidity and lack of diversification on the controlling shareholder, in addition to the actual cost of monitoring." GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *In*: **Harvard Law Review**, 6, Vol. 119, April/2003, p. 1664; e também à p. 1652; Cf., ainda, HOFSTETTER, Karl. One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies". *In*: **North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation**, n. 31, 2005, que trata a iliquidez imposta ao acionista controlador como um "custo externo do controle": p. 18 e 32. Além dos referidos estudos de La Porta *et. al.*

[210] No direito estrangeiro, a situação é denominada de *freeze out*: trata-se da deliberação do acionista controlador que cria uma pressão sobre o acionista minoritário para que se retire da companhia, em razão de uma alteração negativa da estrutura da sociedade – *e.g.* por meio de alteração do estatuto social ou de reorganização societária. Cf. ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 185; Cf., ainda, CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 500, com um panorama das diferentes técnicas de *freeze out*.

de mecanismos de governança corporativa mais sofisticados, por meio de reformas estatutárias.

Há, contudo, condutas que produzem impactos *diretos* sobre aquele atributo do mercado acionário.

A primeira, e talvez mais evidente, é a decisão de fechar o capital da companhia aberta, por meio do chamado *cancelamento de registro*. Em tese – e apenas *em tese*, como se verá mais adiante – esta seria, pelo regime da Lei das S.A., uma decisão típica do controlador, a exemplo do que ocorre em outros países.[211]

Com o cancelamento de registro, os acionistas perdem o *acesso ao mercado secundário* e a negociação de suas ações somente pode ocorrer privadamente. Desse modo, elimina-se um *pressuposto* da *liquidez de mercado*, isto é, *o próprio mercado organizado*.

O impacto sobre a liquidez é apenas uma das consequências do fechamento de capital. Tão grave quanto ela é a mudança do regime jurídico aplicável às relações societárias. Como se sabe, as companhias abertas sujeitam-se a diversas regras que não são aplicáveis às companhias fechadas; e o estatuto de proteção aos acionistas minoritários de companhias abertas é, sem dúvidas, mais rigoroso.

Portanto, a decisão de fechar o capital tem repercussões de imensa relevância sobre a vida social e sobre os acionistas minoritários, tanto pelos efeitos que produz sobre a

[211] Na Alemanha, por exemplo, a questão foi discutida nos chamados casos *Macroton* e *Frosta*. No primeiro caso, o *Bundesgerichtshof* determinou a realização de oferta pública dirigida aos acionistas minoritários, bem como a realização de assembleia geral. No segundo, aquele posicionamento foi alterado, tendo-se entendido que o cancelamento de registro não dependeria da realização de oferta pública. A questão foi debatida, ainda, sob a ótica constitucional, e o entendimento do *Bundesverfassungsgericht* foi o de que o direito à propriedade protegeria a negociabilidade das ações de maneira geral, e não, de forma específica, no mercado de bolsa (a decisão está disponível em: <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2015/11/rk20151105_1bvr166715.html>. Atualmente, a admissibilidade do cancelamento de registro como "*exercício do poder da maioria é inquestionável*". LANGENBUCHER, Katja. **Aktien- und Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H.Beck: München, 2015, p. 453. Cf., ainda, GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. **Einführung in das Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H. Beck: München, 2015, p. 311 e ss.; e BUCK-HEEB, Petra. **Kapitalmarktrecht**. 7. Auflage. C.F. Müller: 2014, p. 51 e ss.; HASSELBACH, Kai; PRÖHL, Maike. Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage. *In*: **Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht**, 2015, Heft 6, pp. 209 e ss.; KLÖHN, Lars. Delisting – Zehn Jahre später – Die Auswirkungen von BVerG, NZG 2012, 826, auf den Rückzug vom Kapitalmarkt und den Segmentwechsel. *In*: **Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht**, 2012, pp. 1041 e ss. Veja-se, ainda, WIEDEMANN, Herbert. "Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?". *In*: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, Almedina, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, tradução de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes e DOTTO, Bruno Di, pp. 183-214.

liquidez das ações, que deixam de ser negociadas publicamente, quanto pela mudança do regime jurídico aplicável à companhia e aos seus acionistas.

Mas o fechamento de capital pode ser apenas o reflexo de uma decisão negocial que não tenha por objeto direto o cancelamento de registro.

Trata-se da hipótese em que o acionista controlador aprova a realização de reorganização societária, ao final da qual a base acionária de uma companhia aberta é compelida a migrar para uma companhia fechada – *e.g.* por meio de uma incorporação de ações ou de uma incorporação.[212]

Essa é uma situação legal, que pode atender de forma legítima ao interesse social, mas que inegavelmente produz efeitos adversos sobre os acionistas minoritários. Estes ficam privados da possibilidade de fruir da liquidez do mercado secundário e, novamente, do regime jurídico aplicável às companhias abertas.

Portanto, a segunda hipótese em que o exercício do poder de controle afeta diretamente a liquidez das ações corresponde à realização de reorganizações societárias que resultem na migração da base acionária para uma companhia fechada.

Por fim, a terceira conduta do acionista controlador que pode causar consequências negativas à liquidez não decorre do *exercício do poder de controle*, mas de um ato voluntário, isto é, da *aquisição de novas ações* por aquele acionista.

Ao aumentar sua participação na companhia aberta, o acionista controlador *pode* provocar dois resultados desfavoráveis aos acionistas minoritários.

[212] Na Alemanha, essa hipótese é conhecida como *kaltes Delisting*, ou seja, como uma "deslistagem fria", tendo em vista que produz os mesmos efeitos de um cancelamento de registro. LANGENBUCHER, Katja. **Aktien- und Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H.Beck: München, 2015, p. 453. Cf., ainda, GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. **Einführung in das Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H. Beck: München, 2015, p. 311 e ss.; e BUCK-HEEB, Petra. **Kapitalmarktrecht**. 7. Auflage. C.F. Müller: 2014, p. 51 e ss. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, trata-se do tema sob a ótica do *freeze out*: "The relationships among the participants in the firm can be revolutionized by a merger. A shareholder's ownership stake can be diluted, transformed, or, in some jurisdictions, cashed out." ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 197; THOMALE, Chris. Minderheitenschutz gegen Delisting – die MACROTON-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung. *In*: **Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht**, 5/2013, pp. 686 e ss.

Em primeiro lugar, a redução do número de acionistas minoritários *pode* dificultar sua mobilização para o exercício de certos direitos em relação aos quais se exija um patamar mínimo de titularidade acionária.[213]

Trata-se de consequência eminentemente *política*: o controlador aumenta sua participação mediante novas aquisições e potencialmente afeta o poder de organização dos acionistas minoritários.

Em segundo lugar, a redução do número de minoritários pode, conforme as circunstâncias, ocasionar um *estreitamento do mercado*, em virtude do eventual desaparecimento de potenciais compradores e vendedores e da diminuição da quantidade de ações em circulação. Essa consequência pode também afetar a *liquidez* das ações.

Isso ocorre, em especial, quando as aquisições feitas pelo controlador têm como contraparte acionistas de mercado, que negociam ações habitualmente.

Por outro lado, nem sempre o aumento de participação produzirá efeitos negativos sobre a amplitude do mercado – podendo até mesmo ocorrer o contrário, *e.g.* quando o acionista controlador adquire ações de um minoritário estratégico passivo e as recoloca paulatinamente no mercado.[214] Sem contar a possibilidade – talvez remota no mercado brasileiro – de que a concentração ocorra como meio de *defesa* de movimentos especulativos.[215]

---

[213] A Lei das S.A. estabelece a exigência de participação mínima para o exercício de diversos direitos. Cf., por exemplo, os arts. 161, §2º (5% do capital não votante, ou 10% do capital votante); 123, parágrafo único, "d" (5% do capital votante ou não votante); 277 (5% das ações ordinárias ou das preferenciais sem direito de voto); 105, 123, parágrafo único, "c"; 124, §3º; 133, §2º; 257, §1º; 159, §4º; 163, §6º; 206, II, "b"; 246, §1º, "a" (5% do capital social); 141, § 4º, II (10% do capital não votante); 141, 161, §2º, §4º "a" (10% do capital votante); e 141, §4º (15% do capital votante) – em alguns casos, os patamares podem ser reduzidos pela CVM, conforme autoriza a Lei das S.A.

[214] "Depois, é preciso levar em conta, na mensuração da liquidez, a participação de investidores detentores de largas participações numa só companhia e que não agem de forma especulativa. Quanto maior a presença desse tipo de investidor, menor será a liquidez dos valores mobiliários que detenham e maior a dificuldade, de outros investidores, de negociá-las sem perdas." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 21.

[215] Como ocorreu no mercado acionário alemão, em 2008, no âmbito da Volkswagen. A Porsche, sua então controladora, adquiriu derivativos que, indiretamente, lhe asseguravam a titularidade de parcela expressiva do capital social. Desse modo, acionistas que realizaram vendas a descoberto em caráter especulativo – apostando na queda do preço das ações – sofreram perdas expressivas. O episódio, em razão dos riscos sistêmicos envolvidos, levou a alterações legislativas relevantes no direito alemão. Cf. BUCK-HEEB, Petra. **Kapitalmarktrecht**. 7. Auflage. C.F. Müller: 2014, p. 196-98.

A possibilidade lógica de ocorrência das situações mencionadas deve ser considerada nos planos da legislação, da regulação e da autorregulação.

A abordagem societária daqueles problemas deve estar em linha com o propósito de, em um contexto marcado pela concentração acionária, disciplinar os possíveis conflitos entre acionista controlador e acionistas minoritários – os quais podem repercutir, como visto, sobre a liquidez do mercado acionário.

5. FECHAMENTO DE CAPITAL

5.1. HIPÓTESES E EFEITOS

5.1.1. Companhia Aberta e Companhia Fechada

A exemplo do que faz a Lei n° 6.385/76, a Lei das S.A. estabelece que "*a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários*".[216]

A definição legal não parece ser a mais precisa diante do arcabouço regulatório vigente atualmente.

Como se sabe, o recurso ao mercado de capitais se dá, essencialmente, por meio das chamadas ofertas públicas de distribuição, que podem ter por objeto títulos de *participação, dívida* ou *títulos híbridos*.[217]

A depender do objeto da oferta e do regime de colocação adotado, é possível que uma companhia tenha seus valores mobiliários "*admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários*" sem que ela seja, para os fins da Lei das S.A., uma companhia aberta.

Explica-se: as ofertas que tenham por objeto exclusivamente *títulos de dívida* (debêntures simples, por exemplo) e que sejam colocadas com *esforços restritos* podem ser feitas sem o registro *do emissor* e da *própria oferta*. Nessa hipótese, limita-se a quantidade de potenciais investidores que podem ser procurados no curso da oferta e exige-se que se trate de investidores qualificados.[218]

Contudo, uma vez concluída a oferta, após o transcurso de certo período, os valores mobiliários ofertados podem ser negociados – e geralmente o são – no mercado de balcão.

---

[216] Art. 4º da Lei das S.A.

[217] Em síntese, as ofertas públicas de distribuição são, atualmente, disciplinadas por duas normas regulamentares: a Instrução CVM nº 400/03; e pela Instrução CVM nº 476/09. Além disso, as regras pertinentes ao registro *dos emissores* estão previstas na Instrução CVM nº 480/09. Sobre a evolução do panorama regulatório referente à matéria, cf. PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 e ss., em especial p. 431 e ss.; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 140 e ss.

[218] Cf. arts. 1º, §1º; e art. 3º da Instrução CVM nº 476/09. Para a distribuição pública de títulos de participação, a Instrução CVM nº 476/09 exige o registro de emissor (art. 1º, §1º, XI).

Ainda assim, às companhias que realizam ofertas públicas de títulos de dívida sob o regime de esforços restritos de colocação, sem a obtenção do registro de emissor de valores mobiliários, não se aplicam as normas da Lei das S.A. destinadas exclusivamente às *companhias abertas*.

O elemento distintivo não reside, portanto, na "*admissão dos valores mobiliários à negociação no mercado*", mas na obtenção do *registro de companhia aberta* – tendo sido isto, originalmente, o que pretendeu a Lei das S.A., anteriormente ao exercício, pela CVM, de sua competência para regulamentar as hipóteses de dispensa de registro.[219]

5.1.2. Efeitos: Mudança do Regime Jurídico Aplicável e Perda de Acesso ao Mercado Secundário

Com a obtenção do registro de companhia aberta – e independentemente de efetivamente listar os seus valores mobiliários para negociação em um mercado organizado –, as companhias submetem-se a um regime jurídico específico.

As diferenças entre o regime jurídico aplicável às companhias abertas e as fechadas são muitas.

Para citar apenas algumas: as companhias abertas sujeitam-se à supervisão da CVM e a um rigoroso regime de divulgação de informações – apontado como o principal pilar regulatório do mercado de capitais;[220] os quóruns exigidos para o exercício de certos direitos são distintos; as regras de auditoria aplicáveis às companhias abertas são mais restritivas; a administração das companhias abertas deve, necessariamente, contar com um Conselho de Administração; o acionista controlador deve observar um rol mais amplo de deveres; entre tantas outras.[221]

---

[219] É o que se denota da interpretação sistemática dos dispositivos citados com o §1º do art. 4º, segundo o qual "somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários". A competência atribuída à CVM para disciplinar a dispensa de registro tem fundamento no art. 21, §6º, da Lei nº 6.385.

[220] Cf. PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

[221] Sobre os propósitos da regulação aplicável às companhias abertas, cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. 2 v. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 144 e ss.; COFFEE JR, John; SALE, Hillary. **Securities regulation: cases and materials**. 12. ed. New York: Foundation Press, 2012; HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 35 e ss.

A distinção entre aqueles regimes se deve a um motivo óbvio: as companhias abertas podem captar recursos da poupança popular. Logo, é fundamental que existam mecanismos aptos a proteger potenciais investidores, estimulando-os a alocar recursos no mercado de capitais.

Desse modo, quando se decide contribuir recursos a uma companhia – por exemplo, por meio da aquisição ações distribuídas em uma oferta pública primária –, normalmente se consideram dois grandes fatores: **(a)** primeiro, como explicado no Capítulo 2, a possibilidade de o adquirente se desfazer do investimento com relativa facilidade, tendo em vista o acesso ao mercado secundário; e **(b)** segundo, a existência de diversos mecanismos de proteção enquanto se permanece exposto aos riscos do investimento.[222]

Nesse contexto, o fechamento de capital de uma companhia aniquila, a um só tempo, aqueles dois aspectos.

De fato, o acionista da companhia fechada não dispõe de um pressuposto de liquidez: o *acesso a um mercado organizado* – o que, como dito, não impede a negociação de suas ações, mas lhe impõe diversas dificuldades que não existiriam em um mercado de valores mobiliários, como a necessidade de encontrar compradores; de discutir o preço das ações, dada a ausência de uma referência pública; de tornar disponíveis informações sobre a companhia; e assim por diante.

Adicionalmente, o acionista minoritário da companhia fechada não poderá exigir que o acionista controlador contrate auditores independentes; ou que divulgue avisos de fato relevante; ou, ainda, recorrer à CVM para que verifique a eventual abusividade de ato praticado pelo controlador; entre outros direitos assegurados aos acionistas minoritários de companhias abertas.[223]

---

[222] Essas motivações foram expressamente consideradas na Nota Explicativa CVM nº 8, por meio da qual a CVM fez considerações sobre a Instrução CVM nº 3/78.

[223] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 585-6. Os aspectos gerais relacionados às diferenças entre as companhias abertas são de todo conhecidos e dispensam aprofundamento.

Para o acionista minoritário, portanto, o fechamento de capital representa uma profunda transformação – ou, dito de forma clara, "*é operação das mais traumáticas para o investidor do mercado de capitais*".[224]

E não é para menos: ao recorrer ao mercado de capitais, a companhia – e o seu acionista controlador – obtém os recursos necessários ao financiamento de suas atividades e ao seu crescimento. Obtidos os meios, o fechamento pode se revelar medida oportunista, que deprecia o valor das participações societárias detidas pelos acionistas minoritários e prejudica os interesses de todos os colaboradores da sociedade.[225]

5.1.3. Hipóteses

Como mencionado no capítulo anterior, o acionista controlador pode, *no exercício do poder de controle*, proceder ao fechamento de capital essencialmente de duas maneiras.[226]

---

[224] "O fechamento de companhia aberta é operação das mais traumáticas para o investidor do mercado de capitais. À sua revelia, e no exclusivo interesse do controlador, o minoritário é despojado de uma característica básica do bem que adquiriu – a liquidez da sua ação – com a consequente perda de seu valor financeiro." LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 219.

[225] "Ademais, além de afetar diretamente os interesses acionários, ela diz respeito também, de forma indireta, aos interesses dos demais colaboradores da empresa, notadamente os trabalhadores, que não deixam de sentir os efeitos de uma alteração no volume de negócios da companhia, sempre condicionado pelas fontes de recursos financeiros (...). Não há dúvida, porém, de que são os acionistas e outros titulares de valores mobiliários de emissão da companhia aqueles que mais diretamente se vêem atingidos por uma decisão de "fechamento" da companhia." COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 107.

[226] Há uma terceira hipótese, não examinada por se tratar de situação raríssima no Brasil: aquela em que o acionista controlador apenas requer a deslistagem das ações da companhia do mercado secundário, sem proceder ao cancelamento de registro. A raridade dessa hipótese se deve provavelmente ao fato de que, nesse cenário, o regime próprio de companhia aberta permanece aplicável, ainda que a companhia deixe de ter acesso ao mercado secundário. Atualmente, a hipótese não é disciplinada por regras legais ou regulamentares, mas sim pelo Regulamento de Emissores da BM&FBOVESPA, ou, conforme o segmento de listagem de que se esteja a tratar, pelo regulamento pertinente. Além disso, há diversas outras hipóteses que podem levar ao fechamento de capital: o cancelamento do registro pela própria CVM, de ofício; a liquidação extrajudicial da sociedade; sua dissolução; entre outras. Essas hipóteses não serão examinadas por não resultarem de atos comissivos do acionista controlador, ainda que possam resultar de sua negligência na administração da sociedade. No Brasil, o panorama mais abrangente dessas hipóteses foi feito por SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, pp. 359 e ss.; pp. 370 e ss. Veja-se, ainda, PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 477-8. Por fim, não serão examinadas as operações de grupamento e desdobramento de ações, ainda que estas sejam implementadas por ato comissivo do acionista controlador. E isso porque não parece existir um consenso quanto ao verdadeiro efeito dessas operações sobre a liquidez do mercado acionário. Para que se tenha ideia das divergências a respeito, cf. CONROY, Robert M.; HARRIS, Robert S.; BENET, Bruce A. The Effects of

Em primeiro lugar, por meio do simples cancelamento do registro de companhia aberta. Nessa hipótese, o regime jurídico aplicável é alterado e a companhia deixa de ter acesso ao mercado de valores mobiliários – ao menos para negociar suas ações.

Em segundo lugar, por meio de reorganização societária ao fim da qual a companhia seja sucedida por uma companhia fechada; ou, ainda, caso ocorra migração da base acionária para uma companhia fechada (por exemplo, por meio de uma incorporação de ações).

Nessas hipóteses, produzem-se sobre os acionistas minoritários os mesmos efeitos de um fechamento de capital – ainda que, no exemplo da incorporação de ações, não necessariamente ocorra cancelamento do registro de companhia aberta.

As regras aplicáveis a essas situações devem ser, inicialmente, examinadas separadamente, para que então se identifiquem eventuais assimetrias.

Pretende-se examinar, especificamente, quais foram os mecanismos assegurados aos acionistas minoritários visando à proteção do pressuposto de liquidez referido, ou seja, o acesso ao mercado secundário.

5.2. CANCELAMENTO DE REGISTRO

5.2.1. Regime anterior à Lei 10.303/01

5.2.1.1. Fundamento legal: Lei n° 6.385/76

Ao longo dos seus primeiros vinte e cinco anos de vigência, a Lei das S.A. não tratava da hipótese de cancelamento de registro de companhia aberta.[227]

Stock Splits on Bid-Ask Spreads. *In*: **The Journal of Finance 45**, n.4, 1990, p. 1285 e ss.; HUANG, Gow-Cheng; LIANO, Kartono; PAN, Ming-Shiun. Liquidity changes around stock splits. *In*: **Pennsylvania: Pennsylvania State System of Higher Education**, Office of the Counselor, 2007; COPELAND, Thomas E. Liquidity Changes Following Stock Splits. *In*: **The Journal of Finance 34**, n. 1, p. 1979, p. 115 e ss; LAMOUREUX, Christopher G.; POON, Percy. *In*: The Market Reaction to Stock Splits. *In*: **The Journal of Finance 42**, n. 5, 1987, p. 1347 e ss; GOYENKO, Ruslan; HOLDEN, Craig W.;UKHOV, Andrey. Do stock splits improve liquidity?. *In*: **EFA 2006 Zurich Meetings Paper**, 2006; HAN, Ki C. The Effects of Reverse Splits on the Liquidity of the Stock. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 30**, n. 1, 1995, p. 159 e ss.

[227] O que é, no mínimo, curioso – mas talvez se explique pelo objetivo otimista de que o crescimento das companhias e o regime jurídico então instituído levasse a uma irreversível abertura de capital. Essa seria, na Lei das S.A., "a ordem natural" das coisas. Cf. LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 220.

A matéria estava prevista no art. 21, §6°, da Lei n° 6.385/76, que atribuía à CVM competência para expedir normas sobre os "*casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados*".

5.2.1.2. Regime regulamentar

Com base naquele dispositivo legal, a CVM editou uma série de Instruções relativas à matéria – notadamente, a Instrução CVM n° 3/78; a Instrução CVM n° 185/92; e a Instrução CVM n° 229/95, além daquelas que as alteraram em pontos específicos.[228]

A CVM se baseou em um princípio claro: o de que a perda do acesso ao mercado secundário e a mudança do regime jurídico aplicável, sobretudo no tocante à divulgação de informações, não poderiam ser afetados apenas por decisão do acionista controlador ou dos administradores.[229]

No entendimento da CVM, fazia-se "*necessário que os acionistas minoritários [ficassem] protegidos através da opção de vender as suas ações por um preço conveniente ou por mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento de registro*."[230]

Com base nessas premissas, as regras expedidas pela CVM estabeleceram um regime dúplice de proteção, caracterizado pela garantia de direitos *econômicos* e *políticos*.

[228] Sobre a evolução da regulamentação aplicável à matéria, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, pp. 725 e ss., com transcrição das normas; PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 468 e ss.; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de Registro e "Tag Along". *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 75 e ss.
[229] Nota Explicativa CVM nº 8, p. 1.
[230] Nota Explicativa CVM nº 8, p. 2.

5.2.1.3. Mecanismos de Proteção de Natureza Econômica

Sob o ponto de vista *econômico*, impunha-se ao acionista controlador – e originalmente apenas a ele[231] – a obrigação de realizar uma oferta pública de aquisição, dirigida a todos os acionistas.

A principal controvérsia quanto às características da oferta referia-se à fixação do seu *preço* – já que este era, em certa medida, "fixado livremente pelo acionista controlador". A liberdade deixada ao controlador era justificada com base no argumento de que o minoritário, "*se não concordasse com o preço ofertado, poderia se opor ao cancelamento de registro, deixando de alienar as suas ações e se manifestando contrariamente ao cancelamento*".[232]

Paralelamente, assegurava-se aos acionistas que não alienassem suas ações na oferta pública uma *opção de venda* exercível contra o acionista controlador antes da implementação do fechamento de capital.[233]

Esse mecanismo tinha o propósito de permitir que os acionistas contrários ao cancelamento do registro pudessem manifestar sua oposição, sem que ficassem reféns do chamado "dilema do prisioneiro".

É que, no momento de manifestar sua concordância ou discordância, o acionista não saberia se o cancelamento seria ou não implementado, correndo o risco de não alienar suas ações na oferta e vendo-se forçado a permanecer na companhia fechada. A opção buscava assegurar a esse acionista um evento de liquidez, para que se manifestasse quanto ao cancelamento sem nenhuma *pressão para vender*.[234]

---

[231] Somente em 2001, com a Lei nº 10.303, autorizou-se às companhias que realizassem as ofertas de cancelamento. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 587.

[232] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de Registro e "Tag Along". *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 75,

[233] Cf. item XX da Instrução CVM n° 3/78; art. 19 da Instrução CVM n° 185/92; e art. 20 da Instrução CVM n° 229/95.

[234] Sobre os problemas de coordenação colocados aos acionistas minoritários no contexto das ofertas públicas, cf. BEBCHUK, Lucian. Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. *In*: COFFEE JR, John C.; LOWENSTEIN, Louis; ROSE-ACKERMAN, Susan. **Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover**. Oxford University Press on Demand, 1988, p. 25 e ss.; Para uma crítica ao artigo, cf., no mesmo livro, os comentários de Douglas H. Ginsburg, p. 453 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 222 e ss.

Desse modo, a perda de liquidez resultante da saída da companhia do mercado era contrabalanceada pela garantia de um *evento de liquidez*: ou os acionistas poderiam vender suas ações na oferta pública; ou, se não o fizessem, poderiam exercer a opção de venda que lhes era assegurada pela regulamentação, pelo mesmo preço da oferta.

5.2.1.4. Mecanismos de Proteção de Natureza Política

Sob o ponto de vista *político*, as Instruções editadas no período em análise (anteriormente à Lei n° 10.303/01) estabeleciam dois mecanismos relevantes.

Em primeiro lugar, elas determinavam que o fechamento de capital deveria ser objeto de deliberação assemblear – o que nunca esteve previsto na Lei das S.A.

Para esse fim, estabelecia-se um *quórum qualificado de aprovação*, correspondente ao voto favorável de ações representativas de 51% do *capital social*.[235]

Portanto, todos os acionistas poderiam participar da deliberação, inclusive os titulares de ações preferenciais sem direito de voto.

Criava-se, assim, uma hipótese excepcional sob o ponto de vista do direito societário, em que se incluía uma matéria não prevista no art. 122 da Lei das S.A. no rol de competências privativas da assembleia; na qual mesmo os titulares de ações sem direito de voto poderiam votar; e em que o quórum de aprovação exigido poderia tirar a matéria do âmbito de influência do acionista controlador, a depender da estrutura de capital da companhia – isto é, da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto.

Mas a deliberação assemblear e a realização da oferta não eram suficientes. Em segundo lugar, exigia-se, ainda, que ao menos um percentual expressivo dos titulares de ações em circulação[236] aceitasse a oferta pública ou concordasse expressamente com o

[235] Cf. Item I, "a", da Instrução CVM n° 3/78; art. 1º, I, da Instrução CVM n° 185/92; e art. 1º, I, da Instrução CVM n° 229/95.

[236] O conceito será examinado detalhadamente no capítulo seguinte. De todo modo, a definição era feita por exclusão. A Instrução CVM n° 3/78 as definia como sendo "*todas as ações do capital da Companhia, menos as de propriedade do acionista controlador e as em tesourarias"*; a Instrução CVM nº 185/92 ampliou a definição e passou a excluir da definição também as ações detidas por diretores e conselheiros; e a Instrução CVM n° 229/95 repetiu o conceito, mas dispôs que "*no caso, entretanto, de diretores ou conselheiros que venham a manifestar-se contrariamente ao cancelamento do registro, as ações de sua propriedade serão computadas para efeitos do disposto no artigo 1º, II*" (cf. art. 2º, II).

cancelamento de registro. Esse percentual oscilou entre 75% e 67% das ações em circulação.[237]

Em relação a essa exigência, a regulamentação oscilou quanto a um ponto relevante: o tratamento dado à *omissão* dos acionistas minoritários.

Na Instrução CVM nº 3/78, a omissão equivalia a um *voto contrário* ao cancelamento – o que despertava controvérsias. A partir da Instrução CVM nº 185/92, passaram-se a considerar apenas os votos daqueles que "*efetivamente participem do processo de cancelamento*".[238]

O segundo mecanismo, embora estivesse relacionado à *aceitação de uma oferta de venda* – portanto, ato voluntário de natureza patrimonial –, também tinha natureza eminentemente *política*.[239]

Ele assegurava a titulares de aproximadamente 25% (em um primeiro momento) ou de 33% (em um segundo momento) das ações em circulação a possibilidade concreta de *vetar* o cancelamento de registro. Bastava, para esse fim, que se manifestassem contrariamente à operação – ainda que isso não ocorresse por uma via deliberativa.

5.2.1.5. Exceções

Até a entrada em vigor da Instrução CVM n° 229/95, a CVM *flexibilizava* a aplicação dos procedimentos necessários ao cancelamento de registro às companhias que tivessem uma baixa quantidade de ações em circulação no mercado.

---

[237] O percentual de 75% era exigido pela Instrução CVM n° 3/78 e pela Instrução CVM n° 185/92. A Instrução CVM n° 229/95 fixou esse percentual em 67% das ações em circulação.

[238] PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 469; Sobre a evolução do tema, de forma detalhada, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 50 (referindo-se ao chamado "benefício da omissão) e pp. 148 e ss.; e, ainda, CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. comentada**. Renovar: Rio de Janeiro, 2002, p. 50.

[239] "No fechamento do capital, o tratamento é diferente. A operação pode ser obstruída, em função de previsões legais peculiares que conferem aos titulares de ações em circulação o direito de impedir sua consecução com a simples manifestação de discordância, caso em que a S.A. permanecerá detendo a condição de aberta, frustrando-se a iniciativa do controlador-gestor." SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 157.

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 3/78 flexibilizava a aplicação do regime por ela estabelecido às companhias "*(a) cujo valor do capital social for igual ou inferior ao valor nominal de 35.000 (trinta e cinco mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; ou (b) cujo número de acionistas minoritários não for superior a 100 (cem) e titulares, em conjunto de ações que não representem mais de 5% (cinco por cento) do capital social*".[240]

Nessas companhias, bastaria a realização de oferta pública para que se procedesse ao cancelamento de registro, por preço que não fosse inferior ao "*valor patrimonial líquido*" das ações. Não se aplicavam, portanto, as salvaguardas de natureza política asseguradas aos minoritários pela regulamentação.

A Instrução CVM nº 185/92, por sua vez, fazia concessão semelhante às companhias que não possuíssem, em circulação no mercado, "*ações representativas de mais de 10% (dez por cento) do capital social*."[241]

A diferença, contudo, é que a Instrução CVM nº 185/92 exigiu a aprovação em assembleia geral por ao menos 51% do capital social da companhia. A flexibilização recaía, portanto, apenas sobre o requisito de aceitação mínima da oferta pública por acionistas minoritários – o segundo mecanismo de natureza política mencionado.

As exceções tinham o pressuposto implícito de que, nas companhias com pouca exposição ao mercado, não faria sentido assegurar aos acionistas minoritários a possibilidade de vetarem o cancelamento de registro.

5.2.1.6. Liquidação até o limite de 1/3 das ações em circulação

Finalmente, na alteração feita à Instrução CVM n° 229/95 pela Instrução CVM n° 345/00, introduziu-se um importante mecanismo na regulamentação, que vige ainda hoje.

Trata-se da regra segundo a qual, nas ofertas públicas realizadas pelo acionista controlador, não havendo a adesão de pelo menos 2/3 das ações em circulação ao cancelamento, a oferta pública *somente poderia ser liquidada até o limite de 1/3 das ações*

[240] Item XXIX da Instrução CVM n° 3/78.
[241] Art. 29 da Instrução CVM nº 185/92.

em circulação. Ou seja: o controlador não poderia comprar mais do que 1/3 das ações em circulação, ainda que titulares de uma quantidade maior de ações quisessem vendê-las.

A finalidade da regra é proteger a liquidez das ações – não apenas no sentido de *acesso ao mercado secundário*, mas no sentido exposto no Capítulo 2, ou seja, como a facilidade de negociar um valor mobiliário, em grandes quantidades, sem impactos relevantes no preço e com baixos custos de negociação.[242]

Nesse sentido, busca-se evitar que o acionista controlador, na impossibilidade de proceder ao cancelamento de registro, adquira uma grande quantidade de ações em circulação e ocasione um *estreitamento de mercado* por meio da diminuição do número de compradores e vendedores do ativo.

Como se verá no capítulo seguinte, a legalidade da regra foi bastante discutida à época de sua edição, especialmente em razão da competência da CVM para editar normas sobre a matéria.[243]

5.2.2. Regime Posterior à Lei n° 10.303/01

5.2.2.1. Reforma do Art. 4° da Lei das S.A.

Nos anos 90, o mercado de capitais brasileiro foi marcado por dois grandes fatos.

Em primeiro lugar, aumentou substancialmente o ingresso de capital estrangeiro nas bolsas nacionais. Isto promoveu um crescimento relevante do mercado acionário, ainda que não se tenha atingido patamares comparáveis aos de mercados desenvolvidos.[244]

---

[242] "No entanto, a experiência verificada em algumas operações recentes de fechamento de capital (1998/2001) demonstrou que, em determinadas situações, a oferta pública poderia resultar em *substancial redução da liquidez* das ações de emissão da companhia, ainda que não fosse atingido o percentual de aceitação necessário para a obtenção do cancelamento de registro. Nesses casos, entendeu-se que o acionista minoritário sentia-se pressionado a desfazer-se de suas ações a qualquer preço, acabando por aceitar o valor que viesse a ser proposto pelo acionista controlador, pelo temor de permanecer sócio de uma companhia ainda aberta, mas com a liquidez de suas ações drasticamente reduzida." CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49.

[243] Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Estudos de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 39 e ss.; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 56; WALD, Arnoldo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 230, entre outros.

[244] Cf. BOVESPA. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Junho/2000, p. 24, com dados sobre o volume de recursos que ingressou e as mudanças regulatórias associadas a esse evento.

Em segundo lugar, muitas companhias estatais foram privatizadas. Os impactos desse momento histórico não se restringiram ao Estado e tiveram reflexos diretos sobre a legislação societária então vigente.

Nesse sentido, em 1997, a Lei das S.A. foi alterada, por meio da Lei n° 9.457/97. Com o propósito de possibilitar as alienações de controle de companhias estatais, as alterações recaíram sobre pontos caros aos acionistas minoritários.[245]

Para citar apenas dois exemplos: excluiu-se o direito de venda conjunta originalmente previsto no art. 254; e permitiu-se que o direito de recesso fosse afastado em determinadas situações, sob o pretexto de proteção ao caixa das companhias.

No início da década seguinte, com a conclusão das privatizações, a Lei das S.A. foi alterada no sentido oposto, isto é, por meio da reintrodução de dispositivos que visavam à proteção de acionistas minoritários – a exemplo do referido direito de venda conjunta, que passou a ser previsto, de forma mitigada, no art. 254-A.

Paralelamente, a Lei n° 6.385/76 foi alterada para que a CVM ampliasse seu papel de supervisão e regulação do mercado de capitais.[246]

Portanto, em 2001, assistiu-se a um fortalecimento do arcabouço normativo destinado à proteção de acionistas minoritários de companhias abertas – praticamente em resposta ao enfraquecimento sofrido por aquele arcabouço poucos anos antes, e com o objetivo de estimular o crescimento do mercado de capitais brasileiro.[247]

---

[245] "A Lei nº 9.457, com efeito, introduz modificações *tópicas* na Lei das S.A., visando a flexibilizar alguns de seus institutos (como o do direito de recesso) com vistas principalmente a facilitar os processos de reestruturação empresarial e de privatização das empresas sob controle estatal." EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 4-5. Sobre as modificações promovidas pela Lei nº 9.457/97, cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 319 e ss.

[246] Sobre a evolução das competências da CVM e de sua atuação, cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.) **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. Ed. IOB, 2002, pp. 297 e ss.

[247] CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p.2; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. comentada**. Renovar: Rio de Janeiro, 2002, p. 10; WALD, Arnoldo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 219 e ss. Nas palavras do então deputado Emerson Kapaz, "É por aí o caminho do crescimento que estamos querendo viabilizar. Foi através disso que conseguimos aprovar esse substitutivo, que contém uma enorme condição de garantia ao minoritário." E, de acordo com o então deputado Antonio Kandir: "Estamos tratando aqui do sistema de governo dentro das companhias. São três os princípios norteadores: mais transparência, melhor

A reforma legislativa de 2001 também buscou solucionar questões controversas, entre as quais aquelas relacionadas às operações de fechamento de capital mediante o cancelamento do registro.

Um dos principais problemas relativos ao tema dizia respeito ao *preço* pelo qual as ofertas públicas de cancelamento deveriam ser realizadas.

Com efeito, as Instruções da CVM sobre a matéria limitavam-se a mencionar um laudo de avaliação preparado pela instituição financeira que intermediasse a oferta.

Contudo, não havia indicação dos critérios para a avaliação, tampouco as medidas que poderiam ser tomadas pelos acionistas minoritários – além, naturalmente, da possibilidade de vetar o cancelamento, nos termos explicados.

Nesse sentido, a Lei n° 10.303/01 alterou o art. 4° da Lei das S.A., acrescentando, entre outros, o atual §4°.[248]

5.2.2.2. Art. 4°, §4°, da Lei das S.A.

Esse dispositivo é composto por três elementos relevantes.

Em primeiro lugar, ele estabelece, pela primeira vez no plano legal, uma regra de direito *material* referente ao cancelamento de registro – já que, como visto, até então a Lei n° 6.385/76 limitava-se a atribuir competência à Comissão de Valores Mobiliários.

Em segundo lugar, o §4° estabelece que a oferta pública de cancelamento deve ser realizada por *preço justo*, isto é, levando em consideração os critérios de avaliação nele estabelecidos.[249]

---

gestão de conflitos e menos injustiça com relação aos investidores." Cf. Diário da Câmara dos Deputados de 29 de março de 2001, fls. 8489-90. Por outro lado, a alteração do art. 141 da Lei das S.A. foi prejudicial aos acionistas minoritários de companhias fechadas, na medida em que se excluiu a possibilidade de indicação, por titulares de 20% do capital votante, de membro do conselho de administração, quando este órgão fosse composto por menos 5 integrantes.

[248] *"§4° - O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.*"

Para essa finalidade, a avaliação deve considerar, isoladamente ou cumulativamente, os critérios enunciados naquele dispositivo, entre os quais figuram o de fluxo de caixa descontado e o de múltiplos de mercado – provavelmente os dois utilizados com mais frequência em avaliações dessa natureza.

Em terceiro lugar, o §4°, conjuntamente com o art. 4º-A, assegurou aos acionistas minoritários o direito de exigir a "*revisão do valor da oferta*" – hipótese em que se devem observar os procedimentos estabelecidos no art. 4°-A, acrescentado à Lei das S.A. pela Lei n° 10.303/01.

Os dois mecanismos relacionados ao preço da oferta são de grande relevância para os acionistas minoritários.

Ao exigir o critério de preço *justo*, a Lei das S.A. evitou que a oferta levasse em conta apenas o preço de mercado das ações, calculado com base em sua cotação no mercado secundário, ou outro critério que poderia ser, eventualmente, desfavorável.

Em especial nas companhias com baixa liquidez de mercado, a cotação das ações pode não ser um bom critério – já que ela reflete, como visto, não apenas as informações sobre o ativo, mas também o desconto decorrente de sua baixa liquidez. Desse modo, o valor de mercado da companhia pode ser eventualmente inferior ao seu valor econômico, quando este for calculado a partir de sua projeção de fluxos financeiros.[250]

---

[249] Sobre a discussão em torno do conceito no processo legislativo, cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. comentada**. Renovar: Rio de Janeiro, 2002, p. 36.

[250] Analisando o mesmo problema sob a ótica do chamado *squeeze out*: "To summarise, illiquidity matters. Illiquid stocks, compared to liquid ones, trade at some discount due to higher transaction costs (measured by the bid-ask-spread) and the decreased competition between financial analysts and investors. Accordingly, we really have to question whether to use market share prices when determining the "fair" squeeze-out compensation since squeeze-outs are commonly associated with a low market free-float. In Germany, the problem of illiquidity has already been identified in the resolution of the Federal Court of Justice (March 12, 2001) as it explicitly advised against the consideration of market share prices when determining the "fair" squeeze-out compensation once market trading activity has been too low (stock exchange prices were fixed on less than one third of all trading days within a 3 month time period prior to the demerger resolution". DOLLINGER, Markus. **The fair squeeze-out compensation**. CT Salzwasser-Verlag, 2008, p. 23. Sobre os métodos de avaliação usualmente empregados, cf. CLARK, Robert Charles, **Corporate Law**, New York, Aspen Law & Business, 1986, p. 452 e ss.; JACKSON, Howell E.; KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven M.; VICUSI, W. Kip.; COPE, David. **Analytical Methods for Lawyers**. New York: Foundation Press, 2003, p. 259 e ss.; sobre os problemas relativos à avaliação das sociedades em geral, cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez; TANNOUS, Thiago Saddi. O Art. 1031 do Código Civil e a sua Interpretação. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário II.** São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 497.

Quanto à possibilidade de revisão do preço, trata-se de importante prerrogativa: caso os acionistas minoritários discordem do valor atribuído à companhia pelo laudo de avaliação apresentado pelo acionista controlador, poderão recorrer a uma segunda avaliação, realizada por outro avaliador. Se a segunda avaliação indicar valor superior ao apontado pela primeira, aquela prevalecerá.[251]

É importante notar, no entanto, que o §1º do art. 4º-A exige que o requerimento do pedido de revisão seja "*devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*".

Ou seja, exige-se dos acionistas minoritários que ajam de maneira fundamentada, evitando-se, assim, que o procedimento de revisão do preço sirva como meio para *abusos de minoria* – risco já detectado pela doutrina.[252]

Além disso, com a mesma finalidade, o §3º do art. 4º-A dispõe que os acionistas que requererem a revisão do preço, bem com os que votarem a seu favor, "*deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública*".

5.2.2.3. Art. 4°, §5°, da Lei das S.A.

Além da inclusão do §4°, a Lei n° 10.303/01 também acrescentou ao art. 4° o §5°.

Esse dispositivo prevê a possibilidade de *resgate*[253] de ações remanescentes após a realização de uma oferta pública de cancelamento, caso correspondam a menos de 5% do total de ações emitidas pela companhia.[254]

---

[251] SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 160-161; e 165 e ss.

[252] CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 53; ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 303 e ss.

[253] Sobre o instituto no direito societário brasileiro, cf. COMPARATO, Fábio Konder. Funções e disfunções do resgate acionário. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 120 e ss. Sobre o instituto societário específico, cf. EIZIRIK, Nelson. Resgate de Ações previsto no Artigo 4º, §5º, da Lei das S.A. Legitimidade de sua Realização por Sociedade que Cancelou o Registro de Companhia Aberta antes da Vigência da Lei nº 10.303/2001. *In*: EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 359 e ss.

[254] A possibilidade de resgate nessa situação corresponde ao que em outros países se denominou *squeeze out*. Cf. DOLLINGER, Markus. **The fair squeeze-out compensation**. CT Salzwasser-Verlag, 2008; O termo é

Seu objetivo é possibilitar ao acionista controlador que, após o oneroso procedimento de fechamento de capital, não esteja obrigado a suportar os ônus da convivência, em uma companhia fechada, com acionistas representando pequena parcela do capital social.[255]

5.2.2.4. Instrução CVM n°. 361/02

Pouco depois da reforma legislativa promovida pela Lei n° 10.303/01, a CVM editou a Instrução CVM n°. 361/02.

Por meio dela, criou-se uma disciplina unificada para as diferentes modalidades de ofertas públicas de aquisição.

A Instrução CVM n° 361/02 é, atualmente, a disposição regulamentar mais relevante sob o ponto de vista da proteção à liquidez do mercado acionário.

E isso não apenas porque ela disciplina a OPA para cancelamento de registro e a OPA por aumento de participação (objeto do capítulo seguinte), mas também por estender às demais modalidades de ofertas regras que têm o claro objetivo de proteger a liquidez de mercado das ações.

---

empregado em sentido distinto e mais amplo por WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht**. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 385, com o mesmo significado de *freeze out* indicado anteriormente. A constitucionalidade desse meio já foi discutida na Alemanha e analisada, com profundidade, por Herbert Wiedemann no trabalho WIEDEMANN, Herbert. "Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?". In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, Almedina, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, tradução de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes e DOTTO, Bruno Di, pp. 183-214. Veja-se, ainda, OCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 205, com indicações de direito comparado; e DAVIES, Paul L. **Introduction to Company Law**. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 256.

[255] "A intenção do legislador foi a de permitir que a companhia que cancelou o registro como aberta não seja obrigada a manter, indefinidamente, nos seus quadros sociais, uma quantidade muito pequena de acionistas, possuidores de menos de 5% (cinco por cento) do capital, o que poderia representar custos desnecessários para a companhia fechada, com serviços de emissão e registro, transferência e guarda de ações." EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Artigos 1º ao 79. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 99. Trata-se, portanto, de dispositivo que atende a interesse do acionista controlador e da companhia. Não parece precisa, portanto, a interpretação de que a finalidade do dispositivo em questão seria "evitar [que] fiquem alguns acionistas, desavisados ou descuidados, presos a uma sociedade fechada, sem mercado para negociar suas ações." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 23.

5.2.2.4.1. A regra de 1/3 – 2/3

Nesse sentido, a Instrução CVM n° 361/02, em linha com o que fizera a Instrução CVM n° 345/00 apenas para duas modalidades de ofertas, estabeleceu que em qualquer OPA, *salvo na OPA por alienação de controle*,[256] o ofertante – caso seja o acionista controlador ou a companhia objeto – não poderá adquirir mais de 1/3 das ações em circulação se o total de aceitantes da oferta não for igual ou superior a 2/3 das ações em circulação.[257]

Explica-se: caso a OPA seja dirigida aos titulares de 100% das ações em circulação da companhia; titulares representando menos de 66% das ações em circulação aceitarem a OPA; o ofertante somente poderá adquirir até 33% das ações objeto da oferta – hipótese em que os aceitantes venderão suas participações *pro rata*.

O objetivo dessa regra é exatamente o mesmo da Instrução CVM n° 345/00: evitar que a base de acionistas remanescente após a realização da OPA seja demasiadamente estreita, prejudicando a amplitude do mercado, e consequentemente sua liquidez.[258]

Mas o que ocorreria se os titulares de mais de 2/3 das ações em circulação aceitassem a OPA?

Nesse caso, independentemente da modalidade de OPA de que se esteja a tratar (exceto por alienação de controle, como dito), os acionistas que não tenham alienado suas ações no leilão da oferta terão a faculdade de alienar suas ações ao ofertante, que estará obrigado a comprá-las.

Em outras palavras: também a Instrução CVM n° 361/02 outorga uma *opção de venda* aos acionistas que não participarem da OPA, caso esta conte com a adesão de titulares de mais de 2/3 das ações em circulação.[259]

---

[256] Essa exceção será discutida no capítulo seguinte, em especial no que se refere à sua aplicação à OPA por aumento de participação.
[257] Art. 15 da Instrução CVM nº 361/02.
[258] Cf. PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 474.
[259] Cf. art. 10, §2º, da Instrução CMV nº 361/02. Também a abrangência dessa regra – e sua incidência sobre a OPA por aumento de participação – será discutida no capítulo seguinte.

Busca-se assegurar mais um evento de liquidez, possibilitando aos acionistas que não se coloquem diante do *dilema do prisioneiro* no momento de participação da oferta.[260]

Na prática, diversas companhias têm recorrido à CVM para solicitar a dispensa da aplicação da regra que limita a liquidação da oferta a 1/3 das ações em circulação.

É que, em algumas situações, a necessidade de venda *pro rata* pode ser prejudicial aos acionistas minoritários – especialmente quando houver cumulação de ofertas.

Isto tem se verificado, em especial, nas OPAs disciplinadas pelos regulamentos de listagem da BM&FBOVESPA, mais especificamente, nas OPAs exigidas para a saída de segmento especial de listagem.

Nessa hipótese, algumas companhias cumularam a OPA para saída de segmento com a OPA para cancelamento de registro, tendo requerido que, caso a OPA para cancelamento não alcançasse o quórum de 2/3 (examinado abaixo), a liquidação da oferta pudesse recair sobre mais de 1/3 das ações em circulação.

Em casos como esse, a CVM tem sido, em geral, flexível quanto à aplicação da regra, no interesse dos acionistas minoritários que, afetados pelo evento gerador da OPA (*e.g.* a saída de segmento especial), seriam duplamente prejudicados com a venda rateada.[261]

5.2.2.4.2. OPA para Cancelamento de Registro

Quanto à OPA para cancelamento de registro, a Instrução CVM n° 361/02, em linha com as normas que a antecederam, instituiu proteções *econômicas* e *políticas* aos acionistas minoritários.

---

[260] Cf. explicado no item 5.2.1.3.

[261] Por exemplo, nos seguintes processos administrativos: Processo CVM nº RJ 2015/8057, Rel. SRE/GER-1, julgado em 31 de maio de 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160531_R1/20160531_D9990.html; Processo SEI 19957.000990/2016-81, Rel. SRE/GER-1, julgado em 06 de setembro de 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906_R2/20160906_D0345.html; Processo Administrativo CVM n° RJ 2016/0006 (Caso Tereos), Rel. SRE/GER-1, julgado em 21 de junho de 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160621_R1/20160621_D0272.html; Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/9648 (Caso Redentor), Rel. SER, julgado em 29 de janeiro de 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130129_R1/20130129_D14.html; Processo Administrativo CVM n° RJ 2012/5652 (Caso NET), Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 06 de novembro de 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20121106_R1/20121106_D01.html.

Sob o ponto de vista *econômico*, além das regras gerais mencionadas (limite para liquidação e outorga de opção de venda) ela regulamentou as disposições do art. 4° e 4°-A da Lei das S.A., reiterando a obrigatoriedade da OPA por preço justo e a possibilidade de revisão do preço da oferta.[262]

Sob o ponto de vista *político*, os acionistas minoritários continuaram a dispor da possibilidade de *impedir* o cancelamento do registro – que somente poderá ser implementado com a adesão ou concordância expressa de titulares de ações representativas de ao menos 2/3 das ações em circulação.[263]

Não há hipóteses de exceção à incidência desse procedimento.

Portanto, independentemente da quantidade de ações em circulação, a última palavra sobre o cancelamento de registro *sempre será dos acionistas minoritários* – independentemente de quantos forem.

5.2.3. Apreciação Crítica

Como explicado, o regime instituído para disciplinar o cancelamento de registro de companhia aberta tem, essencialmente, a finalidade de evitar que uma decisão tão relevante para a vida social incumba *apenas* ao acionista controlador.

Assegura-se ao acionista minoritário, na medida em que se exige um quórum mínimo de aceitação da OPA, a última palavra quanto à perda do acesso ao mercado secundário – e, consequentemente, quanto à drástica piora dos pressupostos de liquidez de suas ações.

Sob o ponto de vista de sua finalidade, a julgar pelos eventos do mercado de capitais brasileiro, não há dúvidas de que o arcabouço regulatório vigente é *efetivo*. Não

[262] Arts. 16, I; 23 e ss. da Instrução CVM nº 361/02.
[263] Art. 16, II, da Instrução CVM nº 361/02: "II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22.

foram poucas, no Brasil, as tentativas *frustradas* de cancelamento de registro, que não puderam ser implementadas em razão da baixa adesão dos acionistas minoritários.[264]

Nesse sentido, protege-se, adequadamente, o *acesso ao mercado secundário*; e, por consequência, as vantagens daí resultantes sob a ótica da liquidez das ações.

Além disso, mesmo quando a OPA for bem sucedida e resultar no cancelamento de registro, o acionista minoritário não estará obrigado a permanecer em uma companhia fechada.[265]

O remédio instituído para esse fim é a *opção de venda* que lhe é outorgada pela regulamentação. Afasta-se, como visto, o chamado *dilema do prisioneiro* no momento de participação na OPA.[266]

Por outro lado, se a regra é efetiva quanto ao seu propósito de proteger o acesso ao mercado secundário, isto não significa que não se coloquem dúvidas a seu respeito.

A primeira dúvida é de natureza estrutural: tendo em vista o arcabouço normativo vigente, tem a CVM competência para instituir uma hipótese de exceção ao princípio majoritário, exigindo a aceitação dos minoritários para que se proceda ao cancelamento do registro?

Curiosamente, a pergunta não foi discutida ao longo das últimas décadas, sendo provável que sua simples *formulação* encontre resistências no atual estágio do mercado de capitais brasileiro.

O silêncio a esse respeito resulta, possivelmente, de dois fatores.

Em primeiro lugar, da inegável *gravidade* da situação, já que o acionista minoritário aloca recursos no mercado de capitais com a expectativa de que serão mantidos os pressupostos que motivaram o seu investimento. Nesse sentido, a simplificação do

---

[264] Para citar apenas três casos recentes, cf. os avisos de fato relevante das seguintes companhias: Whirpool S.A. (Fato relevante de 08.12.16); Companhia Celg de Participações (Fato relevante de 06.09.16); e Tec Toy S.A. (14.12.16);

[265] Sobre o tema, cf. o interessante HETHERINGTON, J. A. C.; DOOLEY, Michael P. Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem. *In*: **Virginia Law Review 63**, n. 1, 1977, p. 1 e ss.

[266] Cf. no item 5.2.1.3.

procedimento de cancelamento de registro poderia ocasionar um desestímulo à realização de investimentos no mercado de capitais.[267]

Em segundo lugar, poder-se-ia argumentar que a competência da CVM seria inequívoca, tendo em vista o referido teor do art. 21, §6º, I, da Lei nº 6.385/76 – e que, portanto, dúvidas a esse respeito não fariam sentido.

Essa não parece, contudo, uma resposta satisfatória.

Com efeito, o exercício do poder regulamentar deve observar as regras de direito material vigentes. Não há, na esfera administrativa, discricionariedade absoluta – o que vale, evidentemente, para a CVM. No exercício de suas competências, ela está permanentemente sujeita às regras de direito material previstas na Lei das S.A. e nas demais leis ordinárias.[268]

Nesse sentido, até 2001, não havia um dispositivo legal que tratasse, materialmente, da hipótese de cancelamento do registro.

Não obstante, como demonstrado no Capítulo 4, a Lei das S.A. reconheceu o poder de controle e instituiu remédios próprios para que os acionistas minoritários não se sujeitassem indiscriminadamente ao arbítrio do acionista controlador.

Além de um regime de responsabilidades específico, a Lei das S.A. previu, excepcionalmente, a possibilidade de exercício do direito de recesso. Em pouquíssimas hipóteses, ela excepcionou o princípio majoritário – tendo fixado quóruns de aprovação

[267] Juristas como Alfredo Lamy Filho já se manifestaram de forma enfática quanto à importância da proteção *política* que é conferida aos acionistas minoritários no contexto do cancelamento de registro. Nesse sentido, o autor do Projeto que antecedeu a Lei das S.A. afirmou que "*as sociedades anônimas foram estruturadas para serem sociedades abertas*"; e que, por esse motivo, o cancelamento do registro não deveria estar sujeito puramente aos poderes da maioria. Cf. LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 221.

[268] Em outras palavras, o poder regulamentar constitui mera *"particularização ou desenvolvimento da lei, a cujo espírito deve incondicional obediência (sendo) ilegal, e portanto inaplicável a disposição regulamentar que se puser em oposição ao comando do legislador, seja por contradizê-lo, seja por alargar ou reduzir o âmbito de suas palavras"*. DANTAS, San Tiago. Poder regulamentar das autarquias. *In*: **Problemas de Direito Positivo: Estudos e Pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 207.

qualificados, ou condicionado a eficácia de deliberações à concordância dos acionistas prejudicados.[269]

A mera referência à estrutura da Lei das S.A. seria suficiente para que se lançassem dúvidas quanto à conveniência dos mecanismos de proteção instituídos pela CVM desde a edição da Instrução CVM nº 3/78.

Por um lado, a proteção econômica está em linha com aquela estrutura. A um ato do controlador, comina-se uma consequência econômica em benefício dos acionistas minoritários. Com duas agravantes: ao contrário do que ocorre nas hipóteses de direito de recesso, no cancelamento de registro **(a)** em regra, é o próprio controlador quem deve arcar com o ônus financeiro do evento de liquidez assegurado aos acionistas minoritários – isto é, a OPA;[270] e **(b)** o modo de cálculo do preço da OPA é, inquestionavelmente, mais vantajoso aos minoritários do que o modo de cálculo do valor de reembolso.[271]

Por outro lado, a atribuição de voto aos titulares de ações preferenciais (que perdurou até a Instrução CVM nº 229/95), bem como a exigência de adesão mínima à OPA parecem, em princípio, incompatíveis com o princípio político subjacente à lei acionária.

Ao instituir aqueles mecanismos, a regulamentação criou uma *assimetria* política: o acionista minoritário de uma companhia aberta não tem o poder de impedir a mudança do objeto social, a incorporação da companhia em outra (inclusive fechada), ou a alienação de todos os ativos da companhia; mas tem o poder de impedir o cancelamento de registro – em relação ao qual, ressalte-se, a Lei das S.A. assegurou evento economicamente mais favorável do que nas demais hipóteses mencionadas.

O cancelamento de registro constitui, assim, a decisão de mais difícil implementação no âmbito da vida social.

---

[269] Veja-se, nesse sentido, o já citado GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIX, n. 77, Janeiro-Março/1990.

[270] O que prevaleceu, como se viu, até a promulgação da Lei nº 10.303/01.

[271] Cf. art. 45 da Lei das S.A. – que admite regra estatutária com a fixação de método diverso. A vantagem do modo de cálculo do preço da OPA é a possibilidade de se levar em conta mais de um critério de avaliação – sem prejuízo de se considerar o valor do patrimônio líquido contábil da companhia, caso este seja o método mais adequado para o caso concreto.

Nesse contexto, seria a competência atribuída à CVM pela Lei nº 6.385/76 tão ampla, a ponto de desvirtuar um aspecto central da lei acionária, apenas porque esta se omitira quanto àquela matéria específica?

A resposta parece se tornar mais clara quando se analisam as mudanças introduzidas na Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/01.

Com a alteração do art. 4º da Lei das S.A., esta passou a tratar especificamente do cancelamento do registro, tendo instituído, como visto, uma *condição* para sua efetivação.

A condição estipulada pela Lei das S.A. foi apenas uma: a realização de "*oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia*".

Adicionalmente, assegurou-se aos acionistas minoritários o direito de participar da precificação da oferta, por meio da eventual revisão do laudo de avaliação.

Portanto, a Lei das S.A. não condiciona o cancelamento de registro a nenhum evento de natureza política. Ela não exige uma deliberação assemblear com a participação de titulares de ações sem direito de voto; tampouco a adesão à oferta de titulares de uma quantidade mínima de ações em circulação.

Ao tratar a matéria dessa forma, a Lei das S.A. prestigiou, mais uma vez, o princípio majoritário – de acordo com o qual a formação da vontade social incumbe ao acionista controlador, com poucas exceções, e sem prejuízo de sua sujeição ao regime do exercício abusivo do poder de controle.[272]

---

[272] Curiosamente, esse aspecto é notado por parte da doutrina – que, ainda assim, não chegou ao ponto de afirmar que a condição política estabelecida pela regulamentação desvirtua o princípio da maioria. "A decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente empresarial, privado, cabendo unicamente aos seus acionistas controladores decidir sobre as vantagens e desvantagens de abrir o capital da companhia, de mantê-la em tal situação ou de proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta." CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 43. Parece contraditória a posição de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, para quem, por um lado, "[o] cancelamento do registro como companhia aberta, assim como a abertura do capital, com todas as implicações daí decorrentes para as sociedades anônimas, constituem atos de gestão inequívocos dos acionistas ou grupos controladores. O poder de decidir sobre o regime da S.A. – se aberto ou fechado – encontra-se inserido na norma geral do art. 116 da Lei nº 6.404/76 e, desde que não se configure abuso do direito de voto ou conflito de interesses (art. 115), cabe ao majoritário decidir sobre a entrada e a saída da companhia no mercado"; mas que, por outro lado, afirma que "o movimento de saída sujeita-se ao crivo dos minoritários, que podem impedi-lo." SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo:

Nesse contexto, parece difícil sustentar que a CVM poderia, com base em uma competência regulamentar genérica, criar uma exceção ao princípio majoritário, quando a própria Lei das S.A. não o fez.

Além disso, ainda que se aceite que a regulamentação não extrapolou a legislação vigente, há um segundo problema: ela não comporta, ao contrário do que ocorreu no passado, *nenhuma exceção* à aplicação dos mecanismos de proteção política pertinentes ao cancelamento de registro.

Nas companhias com bases acionárias reduzidas, nas quais a captação de recursos da poupança popular não terá sido expressiva; e em que provavelmente inexistirá *liquidez de mercado*, talvez a exceção ao princípio majoritário faça ainda menos sentido.

Nessas companhias, a legislação e a regulamentação poderiam, eventualmente, limitar o cancelamento de registro à realização da OPA, nos termos da Lei das S.A.

Assim, evitar-se-ia que acionistas controladores detentores de quase a integralidade do capital social ficassem impedidos de cancelar o registro de companhia aberta em virtude de uma proteção a pouquíssimos acionistas – que não necessariamente estão alinhados com o interesse social.

5.3. FECHAMENTO DE CAPITAL RESULTANTE DE REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS

5.3.1. Reorganizações Societárias e Liquidez

As operações de *reorganização societária* – notadamente, a fusão, a incorporação, a incorporação de ações e a cisão – provocam profundas alterações na estrutura das companhias ou em suas bases acionárias.[273]

Migalhas, 2010, p. 156-7. A percepção correta parece ser a de Comparato, para quem o cancelamento de registro seria hipótese sujeita ao eventual enquadramento da conduta do acionista controlador no elenco de hipóteses que configuram exercício abusivo do poder de controle – caso se trate de decisão que não atenda ao interesse da companhia. COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 106-108.

[273] Cf. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 651 e ss; BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and Acquisitions**. New York: Foundation Press, 2003, p. 154 e ss; GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**. 2nd Ed. New York: Foundation Press, 1995, p. 641 e ss.

É desnecessário definir aquelas operações. A literatura a esse respeito é extensa e sua ocorrência constitui um fenômeno cotidiano e irreversível há décadas, desde que se iniciaram, ao redor do mundo, as concentrações empresariais.[274]

As reorganizações societárias podem, de diferentes formas, ser transformadoras para a liquidez de que dispõem os acionistas de uma companhia aberta.[275]

Em primeiro lugar, nas reorganizações envolvendo apenas companhias abertas, é possível que ocorra um *aumento de liquidez* após a combinação das bases acionárias.

Pense-se, por exemplo, no cenário em que uma companhia aberta incorpora outra, provocando a migração da base acionária da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora. Em tese, haverá um aumento da quantidade de compradores e vendedores; o que potencialmente influenciará a amplitude e a profundidade do mercado.

Em segundo lugar, as reorganizações societárias podem ser neutras para a liquidez das ações. É o que usualmente ocorre em reorganizações envolvendo companhias abertas e pequenas companhias fechadas, quando a base acionária da companhia fechada (muitas vezes composta por poucos acionistas) migra para o quadro acionário de companhias abertas. No mercado brasileiro, isso ocorre com frequência, especialmente no contexto de *holdings* abertas que consolidam sociedades que exploram segmentos específicos de mercado.

Em terceiro lugar, as reorganizações podem produzir efeitos drásticos sobre a liquidez das ações de uma companhia aberta. É o que acontece quando, em decorrência da operação, a base acionária da companhia aberta migra compulsoriamente para uma companhia fechada.

---

[274] Cf. o clássico trabalho de CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Librairie Sirey, 1962.

[275] "The relationships among the participants in the firm can be revolutionized by a merger. A shareholder's ownership stake can be diluted, transformed, or, in some jurisdictions, cashed out. A preferred stockholder's accrued dividends can be wiped out. A shareholder in a widely-dispersed firm can find itself a shareholder in a controlled firm. A shareholder in a firm with no antitakeover protections can wake up a shareholder in a company that is effectively takeover-proof. A shareholder in a privately-held company can end up a shareholder of a publicly-held company or vice versa." ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 197.

Imagine-se, por exemplo, que uma companhia aberta tem suas *ações* incorporadas por uma companhia *fechada*.

Nesse caso, a base acionária da companhia aberta migrará para uma companhia que não está sujeita ao regime aplicável às companhias abertas; e tampouco dispõe de acesso ao mercado organizado de valores mobiliários.

Para a base acionária da companhia mencionada no exemplo, os efeitos serão exatamente os mesmos de um cancelamento de registro.

Tendo em vista a similitude dos efeitos, por muito tempo se discutiu se a essa situação não se deveria aplicar o regime jurídico referente ao cancelamento de registro.

5.3.2. O tratamento legal

5.3.2.1. Redação original e Reforma Promovida pela Lei n° 9.457/97

Em sua redação original, a Lei das S.A. não tratava de forma específica as reorganizações societárias envolvendo companhias abertas e fechadas. Ela limitava-se a assegurar, de maneira geral, o direito de recesso aos acionistas que dissentissem da "*incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão*".[276]

Aquele tratamento foi modificado pela Lei n° 9.457/97. Entre outras alterações – feitas inclusive no regime geral do direito de recesso –, foram acrescidos dois novos parágrafos ao art. 223 da Lei das S.A.

Nesse sentido, o §3° do art. 223 dispõe que, "*se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias* (...)".

O §4° do mesmo artigo estabelece que, caso a companhia não obtenha o registro e promova a admissão das ações para negociação no mercado secundário no prazo referido,

[276] Sobre a evolução e os pressupostos do direito de recesso no Brasil, cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 2. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 320 e ss. (Capítulo 7 – Direito de Retirada).

os acionistas terão o "*direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45)*".

A principal finalidade da alteração promovida era estimular a *"manutenção das condições de liquidez"*[277] existentes antes da reorganização.

Além disso, ao estipular que também nessas hipóteses o remédio assegurado aos acionistas minoritários seria o *direito de recesso*, pretendia-se afastar as dúvidas quanto à eventual aplicabilidade do regime próprio ao cancelamento do registro.

5.3.2.2. Inexistência de ato ilícito em caso de não abertura do capital

É importante notar que aqueles dispositivos não instituíram uma *obrigação*.

De fato, caso a companhia resultante da reorganização não seja uma companhia aberta, não se estará diante de *ato ilícito*, mas apenas de uma transformação estrutural – grave a ponto de ensejar o direito de recesso, algo excepcional no regime legal.

Em outras palavras: a reforma promovida na Lei das S.A. *não vedou o fechamento de capital como resultado de uma reorganização societária*. Ela apenas assegurou aos acionistas, nessa hipótese, a possibilidade se retirar da companhia, mediante o reembolso de suas ações, calculado na forma do art. 45 – ou, conforme o caso, com base no art. 264 da Lei das S.A., aplicável no momento da deliberação, e não após o transcurso do prazo a que se refere o art. 223, §3º.[278]

[277] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** Volume III: Artigos 189 a 300. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 218.

[278] "A não abertura de capital no prazo legal não constitui ato ilícito, não caracteriza qualquer violação a dever imposto pela Lei das S.A., mas o exercício de uma simples faculdade, cuja única consequência é a possibilidade de exercerem os acionistas dissidentes o direito de recesso. Não configurando ato ilícito, da decisão de não promover o registro da companhia como aberta na Comissão de Valores Mobiliários não podem decorrer sanções na esfera cível ou administrativa ao acionista controlador e aos administradores." EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** Volume III: Artigos 189 a 300. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 220; EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 76; EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações. Inaplicabilidade do Artigo 223, §§3º e 4º, da Lei das S.A. Inexistência de Ilícito Civil ou Administrativo caso a Companhia Incorporadora não abra seu Capital. *In*: EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 339 e ss.

5.3.2.3. Dúvidas quanto às incorporações de ações

A reforma promovida pela Lei n° 9.457/97 não solucionou todas as dúvidas quanto à eventual aplicabilidade do regime pertinente ao cancelamento de registro às reorganizações envolvendo companhias abertas e fechadas.

Discutia-se, especificamente, se o art. 223 incidiria sobre as incorporações *de ações*; ou se estas deveriam ser regidas pelas regras próprias à hipótese de cancelamento de registro.[279]

As controvérsias eram impulsionadas, basicamente, por dois argumentos.

Em primeiro lugar, pelo fato de que o art. 223 não mencionava expressamente as incorporações *de ações* – ao contrário do que fazia em relação às demais operações de reorganização.

Em segundo lugar, nas incorporações de ações, os impactos não se produziam sobre *a sociedade* "incorporada" – que poderia, inclusive, continuar aberta –, mas exclusivamente sobre os seus acionistas.

Ou seja, ao contrário do que ocorria nas outras modalidades de reorganização – em que *as sociedades* podem ser extintas ou ter seu patrimônio reduzido –, nas incorporações de ações, a única mudança no âmbito da "incorporada" se produz em seu quadro acionário.

Com base nesses argumentos, afirmava-se que a incorporação das ações de companhia aberta por companhia fechada era hipótese substancialmente idêntica ao cancelamento de registro; e, portanto, que os acionistas da "incorporada" teriam direito a uma OPA, nos termos da regulamentação então vigente.

Para os acionistas minoritários envolvidos, a diferença econômica poderia ser relevante.

Com efeito, o art. 45 da Lei das S.A. dispõe que o valor do reembolso será calculado com base no *valor patrimonial contábil das ações*, salvo disposição estatutária em contrário.

[279] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 597-599.

Por outro lado, as OPA para cancelamento devem ser realizadas com base em laudos de avaliação que apurem o preço justo das ações de emissão da companhia.[280]

A diferença estava, portanto, no fato de que a fixação do preço da OPA para cancelamento poderia ser feito com base em diferentes critérios, ao passo que o cálculo do valor de reembolso somente poderia considerar o *patrimônio líquido contábil* da companhia – que, com efeito, muitas vezes não será o melhor critério de avaliação.

Não tardou para que o assunto fosse submetido à CVM.[281]

5.3.2.4. O posicionamento da CVM

Em uma oportunidade, o Colegiado da autarquia determinou a aplicação dos procedimentos atinentes ao cancelamento de registro a uma operação de incorporação de ações.[282]

A justificativa apresentada foi a de que a incorporação de ações poderia configurar "negócio jurídico indireto", que teria como propósito o fechamento de capital da sociedade "incorporada".[283]

Nesse contexto, o Colegiado condicionou a realização da operação ao lançamento de uma OPA para cancelamento de registro.

Posteriormente, com a promulgação da Lei n° 10.303/01, os argumentos contrários ao entendimento do Colegiado ganharam força.

É que, a partir da reforma de 2001, como explicado, a Lei das S.A. passou a disciplinar de forma específica o cancelamento de registro de companhia aberta.

Ao mesmo tempo, ela passou a fazer referência expressa às incorporações de ações em outros dispositivos da Lei das S.A. que estabelecem mecanismos de proteção aos

[280] O que pode ser feito inclusive com base no patrimônio líquido contábil da companhia, se este for o melhor critério.

[281] Sobre o posicionamento da CVM em operações de incorporação, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 210-211.

[282] Cf. Processo CVM nº RJ2000/6117, julgado em 23 de janeiro de 2001. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2001-003ED23012001.htm>.

[283] Sobre o chamado negócio jurídico indireto, cf. o clássico ASCARELLI, Tulio. O Negócio Indireto. *In*: ASCARELLI, Tulio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 91 e ss.

minoritários – mais especificamente, no art. 264, que trata do exercício do direito de recesso em reorganizações societárias envolvendo partes relacionadas.[284]

Nesse contexto, o entendimento predominante foi o de que a reforma de 2001 teria esclarecido que a incorporação de ações estaria sujeita a um regime jurídico distinto daquele aplicável ao cancelamento de registro – ainda que ambas as situações possam produzir os mesmos efeitos para os acionistas.[285]

Consequentemente, o remédio previsto no art. 223 – direito de recesso – seria válido *também para as incorporações de ações*.

Esse entendimento prevaleceu quando o Colegiado da CVM julgou o Processo CVM nº RJ2001/11663 – mudando o posicionamento anterior.[286] Posteriormente, o Colegiado reiterou o novo entendimento no Processo CVM nº RJ2004/2274[287] e no Processo CVM nº RJ2005/5203.[288]

---

[284] *"**Art. 264.** Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas. (...) **§3º** Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II."*

[285] Para um panorama das discussões, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 214 e ss.; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 597 e ss.

[286] Nos termos do voto proferido pelo então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos: "*Diante disso, entendo que a CVM estaria exorbitando de seus poderes se exigisse a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, uma vez que a Lei nº 6.404/76, após a reforma da Lei 10.303/01, conferiu tratamento específico para o caso, não exigiu a realização prévia de oferta pública e tampouco delegou poderes à CVM para que o fizesse nessas situações.*" Cf. Processo CVM nº RJ2001/11663, julgado em 15 de janeiro de 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-003D15012002.htm>.

[287] Processo CVM nº 2004/2274, julgado em 20 de abril de 2004. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2004-013D20042004.htm>.

[288] Processo CVM nº 2005/5203, julgado em 24 de agosto de 2005. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2005-034ED24082005.htm>. Voto do então Diretor Marcelo Fernandez Trindade: *"A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida – como aliás toda e qualquer regra – com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, "salvo disposição em contrário".*
Há, no caso, norma em sentido contrário, qual seja, a regra do art. 223 da Lei 6.404/76, relativa às incorporações, que determina que a penalidade aplicável pela não abertura de capital da incorporadora

5.3.2.5. Situação atual

Atualmente, reconhece-se, de forma pacífica, que, à luz da legislação e da regulamentação, uma companhia aberta pode ter seu capital "fechado" como consequência indireta de uma reorganização societária, sem que disto resulte a obrigação de se realizar uma OPA para cancelamento do registro.[289]

Por outro lado, a situação é tratada de maneira distinta na esfera da autorregulação.

5.3.3. Autorregulação: os Regulamentos de Listagem dos Segmentos Especiais

Como se sabe, os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA impõem um regime mais rigoroso às companhias neles listadas.

O grau de rigor varia conforme o segmento de que se esteja a tratar, sendo o mais elevado o chamado Novo Mercado – seguido, em ordem decrescente, pelo Nível 2 e pelo Nível 1.

Tanto o regulamento de listagem do Novo Mercado quanto o do Nível 2 preveem a obrigatoriedade de realização de uma OPA em caso de saída do respectivo Nível – salvo, no caso do Nível 2, se a saída for sucedida de migração para o Novo Mercado.

Nesse contexto, os regulamentos de ambos preveem, em resumo, três situações que podem resultar na saída do segmento: **(a)** em virtude do cancelamento de registro; **(b)** voluntariamente, com migração para segmento inferior; e **(c)** como resultado de reorganização societária.

(isto é, pelo fechamento indireto de capital*) é o pagamento, pela companhia incorporadora, do valor de recesso aos acionistas que assim o desejarem. (...)*
Portanto, realizada a incorporação (seja incorporação de ações, seja completa incorporação), pode ocorrer que o capital da companhia incorporadora não seja aberto, e neste caso assegura-se o direito de recesso." (grifou-se)

[289] Ver, por todos, EIZIRIK, Nelson *et al*. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599: "Portanto, para que a incorporação de ações seja legitimamente realizada, basta que as companhias envolvidas atendam aos requisitos expressamente estabelecidos na Lei das S.A., não sendo necessário o cumprimento das regras legais e regulamentares que disciplinam o fechamento de capital, especialmente a realização de prévia oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários."

5.3.3.1. Saída resultante de cancelamento de registro

Na saída resultante do cancelamento de registro, deve-se observar o procedimento legal e regulamentar, com uma diferença relevante: a escolha do avaliador é sempre feita pelos acionistas minoritários, no âmbito de uma assembleia geral convocada para esse fim, com base em uma lista tríplice preparada pelo conselho de administração.[290]

Não há, portanto, propriamente um mecanismo de revisão do preço, já que a instituição responsável pela elaboração do laudo é, desde o início, escolhida pelos acionistas minoritários, entre aquelas que figurarem no rol elaborado pelos administradores.

5.3.3.2. Saída voluntária

Na hipótese de saída voluntária, é obrigatória a realização de uma OPA por preço fixado com base no valor econômico da companhia, apurado em laudo de avaliação elaborado da mesma forma exigida para o cancelamento de registro.[291]

5.3.3.3. Saída em virtude de reorganização societária

Por fim, na hipótese de saída do segmento como resultado de uma reorganização societária, os regulamentos são substancialmente diferentes do regime legal e regulamentar.

Com efeito, eles não preveem o exercício do direito de recesso como remédio, mas sim a realização de uma OPA, por preço justo, baseado em laudo de avaliação elaborado por instituição escolhida pelos acionistas minoritários.[292]

Desse modo, ao menos sob o ponto de vista *econômico*, os regulamentos daqueles segmentos *unificaram*, para as companhias neles listadas, o regime aplicável ao fechamento de capital – decorra ele do cancelamento de registro ou de reorganização

[290] Item 10.1.1do Regulamento de Listagem do Nível 2; e Item 10.1.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado.
[291] Item 11.2 do Regulamento de Listagem do Nível 2; e Item 11.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado.
[292] Item 11.3 do Regulamento de Listagem do Nível 2; e Item 11.4 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

societária que resulte na migração da base acionária para uma companhia fechada (ou para uma companhia listada em segmento inferior).

Sob o ponto de vista *político*, apenas a saída decorrente de cancelamento de registro poderia ser em tese impedida pelos acionistas minoritários, com base na regra de aceitação mínima prevista na regulamentação, que não se aplica às demais hipóteses de saída.

Na prática, contudo, companhias que requereram a saída de segmento por meio da realização de OPA para cancelamento de registro cumularam esse pedido com o requerimento para a saída voluntária – de modo que, ainda que não houvesse aceitação da OPA por quantidade de ações suficiente ao cancelamento de registro, a condição exigida para saída de nível (a simples realização da OPA) estaria preenchida.[293]

5.3.4. Apreciação Crítica

Quando a Lei nº 9.457/97 foi promulgada e acrescentou os parágrafos 3º e 4º ao art. 223 da Lei das S.A., ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES fizeram uma constatação certeira: a de que a nova hipótese de reembolso iria "*tornar-se, certamente, o caminho mais fácil para o fechamento de empresas, por deliberação de seus controladores – o que não deve ter sido objetivo do legislador*."[294]

O diagnóstico é preciso, pois detecta uma profunda *assimetria* instituída pelo arcabouço normativo em vigor.

Quando se discute o fechamento de capital como consequência do cancelamento de registro, o tom é de extrema gravidade – a ponto de se ter criado, como visto, uma hipótese de deliberação que exige ônus maiores do que todas as demais, em nome da proteção à captação de recursos da poupança popular.

---

[293] *"11. [...] Com efeito, a Saída de Nível pode ser implementada independentemente da aprovação dos acionistas minoritários, desde que (1) a operação seja submetida à assembleia geral (na qual o controlador poderá votar) e (2) o controlador ou a companhia lance uma oferta pública a todos os demais detentores de ações da companhia pelo valor econômico, a ser determinado por instituição financeira escolhida pelos minoritários em assembleia geral, dentre três nomes indicados pelo conselho de administração".* Voto proferido pela Diretora Ana Novaes no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652, j. em 06.11.2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8268-0.pdf>.

[294] LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 328.

Por outro lado, é surpreendente que o mesmo tom não predomine quando o tema em discussão são as reorganizações societárias envolvendo companhias abertas e fechadas.

Afinal, os efeitos da migração compulsória da base acionária de uma companhia aberta para uma companhia fechada são *exatamente os mesmos* que resultariam de um cancelamento de registro – o que é evidente ao redor do mundo.[295]

Em outras palavras, os acionistas da companhia aberta também perdem o pressuposto de liquidez que motivou seu investimento: o acesso ao mercado secundário; além de ficarem alijados dos direitos de minoria aplicáveis exclusivamente às companhias abertas.

Não obstante, nessa hipótese, a Lei das S.A. estabeleceu um mecanismo de proteção econômica duvidoso; e nenhum mecanismo de proteção política.

A proteção econômica decorre do direito de recesso. E o emprego do adjetivo "duvidoso" deriva do fato de que o direito de recesso, calculado na forma do art. 45 da Lei das S.A.,[296] é, em princípio, menos protetivo do que a OPA para cancelamento de registro, por pelo menos quatro razões.

Para o cancelamento de registro, exige-se *preço justo*, ao passo que o reembolso a que se refere o art. 223, §4º, da Lei das S.A. deve ser calculado com base no *patrimônio contábil* da companhia (art. 45 da Lei das S.A. – salvo disposição estatutária em sentido distinto); no cancelamento de registro, há o mecanismo de revisão do laudo de avaliação, o qual inexiste na hipótese de reembolso; na OPA para cancelamento, os ônus são, muitas vezes, impostos ao acionista controlador – o que pode inibi-lo de tomar a decisão – ao passo que, no recesso, o caixa da companhia é onerado; e, por fim, o recesso a que se refere o §4º do art. 223 é exercível apenas após o transcurso de 120 dias – período durante o qual os acionistas podem ficar à deriva de incertezas.

---

[295] Cf. explicado anteriormente, os alemães referem-se à hipótese como "fechamento frio" de capital. LANGENBUCHER, Katja. **Aktien- und Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H.Beck: München, 2015, p. 453. Cf., ainda, GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. **Einführung in das Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H. Beck: München, 2015, p. 311 e ss.; e BUCK-HEEB, Petra. **Kapitalmarktrecht**. 7. Auflage. C.F. Müller: 2014, p. 51 e ss.

[296] Ressalte-se, contudo, a possibilidade de incidência, no momento da deliberação (e não após o transcuso do prazo a que se refere o art. 223, §3º), do art. 264 da Lei das S.A., caso a operação envolva parte relacionada.

Sob o ponto de vista político, o tratamento *legal* conferido a ambas as situações é rigorosamente o mesmo: não se condiciona a deliberação ao consentimento dos acionistas minoritários. Predomina, portanto, na Lei das S.A., o princípio majoritário.

Nesse contexto, o regime legal aplicável às reorganizações societárias em questão parece ser *inefetivo* quanto à missão de proteção ao acesso ao mercado secundário.

Um acionista minoritário de companhia aberta que não esteja listada nos referidos segmentos especiais da BM&FBOVESPA pode ser privado do mercado organizado, *sem receber a devida contraprestação financeira* – já que, muitas vezes, o reembolso pode ser insuficiente.

E com um agravante: no cancelamento de registro, a companhia é, em princípio, a mesma, ao menos quanto aos seus fundamentos econômicos; nas reorganizações societárias, isto não necessariamente acontece, já que a companhia resultante combinará as atividades – e, consequentemente, os ativos e passivos – das sociedades envolvidas.

É claro, por outro lado, que as reorganizações feitas com intuito fraudulento poderão ser eventualmente coibidas com os mecanismos previstos na legislação – a responsabilização do acionista controlador e, eventualmente, a invalidação da deliberação abusiva.[297] Mas esses remédios podem ser lentos e insuficientes para os acionistas minoritários.

Diante disso, se há consenso quanto ao fato de que regras pouco protetivas quanto ao cancelamento de registro podem desestimular o investimento no mercado de capitais, a percepção deveria ser exatamente a mesma quanto às operações de reorganização que produzam efeitos substancialmente idênticos.

Portanto, é fundamental que os regimes jurídicos sejam unificados pela via legal, e não apenas pela autorregulação, mantendo-se a prerrogativa do acionista controlador, mas com remédios econômicos equivalentes – ou seja, que assegurem o recebimento de *preço justo* pelo acionista minoritário que perder o acesso ao mercado secundário em decorrência do exercício do poder de controle, bem como a possibilidade de sua participação no

[297] Sobre o regime de invalidades, cf. o clássico FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A**. São Paulo: Malheiros, 1999.

processo de apuração do preço (por exemplo, permitindo-lhe pleitear a revisão do laudo, a exemplo do que ocorre na OPA para cancelamento de registro).

6. A PARTICIPAÇÃO DETIDA PELO ACIONISTA CONTROLADOR

6.1. ORIGEM DAS PREOCUPAÇÕES: "FECHAMENTO BRANCO DE CAPITAL"

6.1.1. Contexto

O mercado acionário brasileiro nunca foi notório por sua profundidade.[298]

Por muito tempo, poucas companhias recorreram a ele como meio de financiamento. Tampouco se tratava, para o grande público, de uma alternativa natural para a alocação da poupança popular.

Como mencionado, esse quadro começou a mudar nos anos 90, com o ingresso de capital estrangeiro e com as privatizações. Ainda assim, isso não foi suficiente para que o mercado acionário brasileiro adquirisse os atributos de um mercado efetivamente *líquido*.[299]

Naquele contexto de reduzida liquidez, muitas companhias tornavam-se alvos de práticas não equitativas. Além do volume relativamente limitado de negócios, outros fatores contribuíam para isso, como a fragmentação então existente.[300]

Entre as práticas não equitativas que se tornaram conhecidas à época, ganhou notoriedade o chamado *fechamento branco de capital*.

6.1.2. Significado: um problema de liquidez de mercado

A expressão *fechamento branco de capital* designa a aquisição, pelo acionista controlador, de um grande número de ações emitidas pela companhia que controla,

---

[298] Nesse sentido, é ilustrativa a conhecida constatação de Miranda Valverde: "Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as *nossas Bôlsas de Valores sofrem de anemia profunda*." VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. Vol. III. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 264. (grifou-se)

[299] "Aparentemente, durante os anos 90 houve uma escalada nos indicadores de liquidez e performance do mercado primário. O aumento da liquidez e facilidade de obtenção de recursos constituem incentivos para a abertura de capital. No entanto, como veremos a seguir, vários indicadores mostram que o mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado e que apenas uma parcela reduzida das empresas beneficiaram-se do crescimento do mercado nos anos 90." Cf. BOVESPA. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Junho/2000, p. 34.

[300] Lembre-se, para citar apenas um exemplo, da Bolsa de Valores do Estado do Rio de Janeiro. Cf. BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. **Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: a história de um mercado**. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995; LEVY, Maria Bárbara. **A história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

reduzindo de forma substancial a base de acionistas minoritários daquela companhia e a quantidade de ações em circulação.[301]

Somente após elevar sua participação, o acionista controlador procedia ao efetivo cancelamento do registro – isto quando o fazia, o que nem sempre ocorria.

Desse modo, o acionista controlador se eximia de parte dos ônus inerentes à realização da OPA para cancelamento do registro, pois esta se dirigiria a um menor número de acionistas e teria por objeto quantidade reduzida de ações em circulação.

Como se pode imaginar, essa situação causava diversos efeitos prejudiciais aos acionistas minoritários.

Por meio da concentração promovida pelo acionista controlador, usualmente implementada mediante aquisições realizadas *em bolsa*, reduzia-se o número de efetivos *compradores e vendedores*; e de ações disponíveis no mercado.

Por consequência, restringiam-se as oportunidades de negociação daquelas ações, na medida em que a redução do número de compradores e vendedores acarretava a diminuição da quantidade de *ordens de compra e venda*.

Criava-se, dessa forma, uma pressão sobre os acionistas minoritários remanescentes no quadro acionário da companhia: na ausência de profundidade e de amplitude do mercado, os negócios eram realizados sob circunstâncias adversas de formação de preço.

Em outras palavras: o fechamento branco de capital causava, ao menos potencialmente, um problema de *liquidez*, associado ao *estreitamento* do mercado.[302]

---

[301] Sobre a expressão e seu significado, cf. EIZIRIK, Nelson. *et al*. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599-600; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 55-56; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 64 e ss.; SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 175.

[302] **"**A expressão 'fechamento branco' de capital é utilizada na prática do mercado para designar os casos em que o acionista controlador adquire, paulatinamente, as ações em circulação no mercado emitidas pela companhia que controla, sem, no entanto, realizar uma oferta pública para cancelar o seu registro perante a Comissão de Valores Mobiliários. Essa prática pode ser prejudicial aos acionistas minoritários, na medida em que, ao adquirir quantidade significativa das ações de emissão de sua controlada, o acionista controlador reduz a liquidez dos papéis, sem, no entanto, assegurar ao acionista minoritário as proteções que lhe seriam conferidas caso a aquisição ocorresse por meio de uma oferta pública de cancelamento de registro. Com a liquidez reduzida, o acionista controlador pode determinar o preço e as condições em que as ações de sua

Um dos casos mais emblemáticos de fechamento branco de capital ocorreu entre o final de 1998 e o início de 1999, no âmbito do quadro acionário da Lojas Renner S.A.

Em resumo, a J.C. Penney Brasil Comercial Ltda. foi acusada de praticar atos não equitativos, vedados pela Instrução CVM n° 8/79, que consistiram na aquisição, em mercado, de um percentual de ações superior àquele informado pela própria J.C. Penney, em edital de oferta pública, como limite máximo de sua participação na Lojas Renner S.A.

Ao apreciar o caso, o Colegiado da CVM foi enfático ao afirmar que "*o que ocorreu foi um fechamento de capital dissimulado, com 98% do capital em mãos da compradora, e pouco mais de 1% pulverizado em mão dos minoritários*"; e, ainda, que "*através de compras fragmentadas, e induzindo acionistas a erro, concretizou-se uma espécie de fechamento branco de capital*".[303]

6.2. A REAÇÃO AO PROBLEMA

Sob o ponto de vista sistêmico, o chamado *fechamento branco de capital* colocava em risco o funcionamento regular do mercado acionário brasileiro.

Nas companhias em que a conduta era praticada, alterava-se o processo de formação de preço do ativo. O acionista controlador aumentava sua participação paulatinamente, até se transformar no principal *comprador* do mercado.

---

controlada serão negociadas no mercado secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário tem praticamente como único comprador potencial o próprio acionista controlador". EIZIRIK, Nelson. *et al*. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599-600. Ainda sobre o tema, cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol 1 – Arts. 1º a 74. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 85; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 55-56; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 64 e ss. Nesta tese, a palavra "estreitamento" será adotada no lugar de "enxugamento" (usada pela CVM).

[303] Cf. Voto o voto do então Diretor Relator Wladimir Castelo Branco no Processo CVM nº RJ 05/99, julgado em 23 de novembro de 2000. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2000/20001123_0599.html>. Aquele está longe de ter sido o único exemplo relevante de fechamento branco de capital. Há a indicação de diversos outros exemplos em SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 176-7.

Como principal comprador, ele determinava o patamar de preço das ofertas de compra; e os potenciais vendedores, na ausência de mercado, viam-se forçados a vender suas participações por preços mais baixos.[304]

Em outras palavras, os negócios não eram precificados com base na relação natural entre oferta e demanda, pois esta era distorcida pela atuação do acionista controlador.

A conduta do acionista controlador era agravada pelo fato de que, em geral, ele não tinha *pressa*.

Sua motivação era apenas estreitar o mercado acionário, para se livrar de parte dos ônus inerentes ao processo de cancelamento do registro. Ele não agia, portanto, para atender a uma necessidade premente de natureza política (já que detinha o controle), tampouco financeira (já que, ao exercer o controle, tinha o poder de gerir o caixa da companhia).

Nesse contexto, o regulador passou a examinar possíveis soluções para combater o chamado fechamento branco de capital. A solução encontrada no caso das Lojas Renner (o enquadramento da conduta como uma prática não equitativa vedada pela Instrução CVM n° 8/79) parecia insuficiente para lidar com o problema de forma sistemática e efetiva.

As análises empreendidas basearam-se no princípio estrutural mencionado no Capítulo 4: o de que, no âmbito de um mercado caracterizado pela *concentração acionária*, a legislação societária deve instituir regras que disciplinem potenciais conflitos entre acionista controlador e acionistas minoritários.[305]

---

[304] "Fluxo de ordens parece ter sido o elemento considerado pelo legislador de 2001, ao dispor sobre a aquisição compulsória de ações pelos controladores, sempre que tenham aumentado sua participação no capital social – por espécie ou classe de ações –, que impeça a liquidez. A idéia é que o controlador, tendo elevado sua participação, não pretenderia dela desfazer-se nunca mais. Afasta-se, de plano, a possibilidade de aquela posição majorada ter resultado de circunstâncias momentâneas e que pode ser modificada no futuro." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 16.

[305] A tensão entre acionistas controladores e minoritários marcou o processo de edição da Lei nº 10.303/01. Especificamente quanto ao chamado fechamento branco de capital, convém lembrar as palavras do então deputado Emerson Kapaz: "Sem embargo, um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado - alcançando toda sua potencialidade de alavancagem eco'nômica - depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade. É crucial, nesse sentido, que cada vez menos investidores estejam dispostos a comprar riscos acionáríos se perpetuarem-se os episódios em que, por exemplo, sem poderem esboçar qualquer defesa,

Na medida em que a liquidez de mercado das ações *poderia* ser afetada por uma conduta do acionista controlador – ainda que não se tratasse de um *ato de controle* –, cominou-se uma consequência àquela conduta: a realização de uma OPA, dirigida a todos os acionistas da companhia, por preço justo.

Desse modo, assegurou-se aos acionistas minoritários o direito a um *evento de liquidez* (a OPA), idêntico, sob o prisma *econômico*, ao que lhes seria devido caso o registro de companhia aberta fosse cancelado.

Mas o *bem jurídico* diretamente protegido pela OPA por aumento de participação é diferente daquele protegido pela OPA para cancelamento de registro. Na segunda, a proteção recai sobre um *pressuposto de liquidez* – o acesso ao mercado secundário – e sobre o regime jurídico aplicável às companhias abertas; na primeira, o objeto de proteção é a *liquidez de mercado*, caracterizada pelos atributos apresentados no Capítulo 2. Por esse motivo, há quem a denomine "*OPA por redução da liquidez*".[306]

A reação normativa ao fechamento branco de capital foi implementada em etapas, tanto pela regulamentação quanto pela legislação.

6.3. INSTRUÇÕES CVM N° 299/99 E 345/00: OPA PARA AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

A primeira norma editada para coibir especificamente o chamado fechamento branco de capital foi a Instrução CVM n° 299, de 9 de fevereiro de 1999.

A Instrução CVM nº 299/99 instituiu, de forma inédita, a obrigatoriedade de realização de uma OPA em razão do *percentual de participação detido pelo acionista controlador* de uma companhia aberta.[307]

---

vêem'a sociedade declinar, mudar de objeto, aceitar plácidamente fusões que implicam prejuízo patrimonial e operacional. Isto, sem contar as fórmulas diversas de "fechamento branco" de capital, sempre com o controlador – ou ex-controlador - saindo-se em situação confortável, para não dizer com enormes lucros, ficando o prejuízo para as partes minoritárias." Cf. Diário da Câmara dos Deputados de 20 de abril de 2000, fl. 17702.

[306] Cf. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 176. Nos termos do voto proferido pelo então Presidente Marcelo Fernandez Trindade: *"o bem jurídico protegido pelo § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a "liquidez das ações remanescentes"*. Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2004/4912 (Caso Cimob), Rel. Norma Jonssen Parente. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf>

[307] "Art. 12. A aquisição de ações de qualquer espécie e/ou classe, emitidas por companhias abertas, se dará, obrigatoriamente, através de oferta pública, quando o adquirente for acionista controlador cuja participação acionária, na oportunidade do negócio, já tenha se elevado, efetiva ou potencialmente, em dez por cento das

A OPA criada pela Instrução CVM nº 299/99 não se impunha como consequência do *atingimento* de determinado percentual, mas como *meio* para o aumento de participação.

Caso o acionista controlador elevasse sua participação ao patamar estabelecido naquela Instrução, novas aquisições somente poderiam ser efetuadas *por meio* de uma OPA, e não em mercado ou privadamente.[308] Tratava-se, portanto, de uma OPA *para* aumento de participação.

A Instrução CVM nº 299/99 foi alterada pela Instrução CVM n° 345, de 4 de setembro de 2000. Com a alteração, estabeleceu-se um limite máximo para a aquisição de "ações em circulação" no contexto de uma OPA, tornando-se quase impossível a realização de um "fechamento branco de capital".[309]

A legalidade da Instrução CVM nº 299/99 não parece evidente. A legislação então vigente em princípio não autorizava a CVM a instituir limite máximo de participação para o acionista controlador, tampouco para disciplinar as ofertas públicas voluntárias.[310]

Não obstante, eventuais discussões relativas àquela norma regulamentar perderam seu objeto com a reforma da Lei das S.A. promovida pela Lei n° 10.303/01.

A partir de então, o art. 4° da Lei das S.A. passou a vigorar acrescido do §6°, com redação inalterada ainda hoje.

---

ações da mesma espécie e/ou classe daquelas que constituam o objeto da aquisição, ou, ainda, promitente comprador, detentor de opção ou intermediário em negócio de transferência do controle acionário correspondente, bem como pessoa ligada a qualquer deles, de modo direto ou indireto, devendo ser observadas as seguintes regras básicas (...)."

[308] Cf. nota anterior, o referido patamar era de 10% das ações da mesma classe ou espécie.

[309] Cf. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 176. Nos termos do voto proferido pelo então Presidente Marcelo Fernandez Trindade: "*o bem jurídico protegido pelo § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a "liquidez das ações remanescentes*" Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2004/4912 (Caso Cimob), Rel. Norma Jonssen Parente. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf>.

[310] Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 56; WALD, Arnoldo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 230, entre outros.

6.4. OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO: A LEI DAS S.A.

A Lei n° 10.303/01, no contexto da referida reforma que promoveu na Lei das S.A., instituiu a chamada *OPA por Aumento de Participação*, prevista no art. 4°, §6° da lei acionária.

Em síntese, aquele dispositivo impõe ao acionista controlador a obrigação de realizar uma OPA – por preço justo, a ser calculado nos mesmos termos da OPA exigida para *cancelamento de registro* – caso ele adquira ações que elevem sua participação, em determinada espécie e classe de ações, à "*porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes.*"[311]

A principal diferença entre a OPA por Aumento de Participação e a oferta prevista na Instrução CVM n° 299/99 reside no fato de que a Lei das S.A. não tratou a realização da OPA como um *meio* para a aquisição de novas ações, mas como uma obrigação decorrente do *atingimento* de determinada participação.

Ou seja, a realização da OPA tornou-se *consequência* ao invés de *meio*, tratando-se de uma OPA *por* Aumento de Participação ao invés de uma OPA *para* Aumento de Participação.

Convém notar que a OPA instituída pela Lei das S.A. não tem natureza de *sanção*.[312] Com efeito, o aumento da participação não constitui ato *ilícito*.[313]

6.4.1. Requisitos de Incidência previstos na Lei das S.A.

A incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. está sujeita, em síntese, à verificação de três requisitos legais – além daqueles estabelecidos pela regulamentação, examinados adiante.

---

[311] Cf. Art. 4º, §6º: "*O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.*"

[312] Sobre os significados de "sanção", cf. ASCENSÃO, José de Oliveira. **O Direito: Introdução e Teoria Geral**. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, pp. 55 e ss.

[313] Não parece precisa, portanto, a afirmação da então Diretora da CVM Norma Parente, no sentido de que a Instrução CVM nº 361/02 teria "mantido a mesma obrigatoriedade" prevista na Instrução CVM nº 299/99. Cf. Processo CVM nº RJ2004/4627.

6.4.1.1. Ato praticado pelo Acionista Controlador ou Sociedade Controladora

Como explicado, o art. 4°, §6°, da Lei da Lei das S.A. foi concebido com o objetivo de proteger a liquidez das ações de uma companhia, no contexto das operações de fechamento branco de capital.

Não se trata, contudo, de uma proteção absoluta. Seu alcance se restringe a condutas praticadas *pelo acionista controlador* ou por *sociedade controladora*.[314] Este é o primeiro requisito de incidência daquele dispositivo: que se esteja diante de ato praticado *pelo titular do poder de controle*, e não por outra pessoa.[315]

O fato de condutas praticadas por acionistas não controladores ou por terceiros não estarem incluídas no âmbito de proteção da norma já foi objeto de críticas.[316]

Embora pareça de fácil compreensão, o requisito pode despertar dúvidas quanto ao sentido e alcance da expressão "acionista controlador".

Como se sabe, o controle *acionário*, fundado na titularidade de direitos de sócio,[317] pode adquirir diferentes configurações.

Ele pode ser, em primeiro lugar, *majoritário*, quando seu titular for detentor de mais da metade do capital votante da companhia; ou *minoritário*, quando a titularidade de

[314] Sobre as diferenças entre a figura do *acionista controlador*, de que trata o art. 116 da Lei das S.A., e a *sociedade controladora*, referida no art. 243, §2º da lei acionária, cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 81-2.

[315] Além disso, a OPA por Aumento de Participação já foi comparada a algumas modalidades de ofertas públicas existentes no direito europeu – por exemplo, nas ofertas públicas contidas na Regra 9 do *UK Takerover Code* e no art. 5 da *EC Takeover Directive*. Contudo, o requisito em exame é suficiente para demonstrar a improcedência daquela comparação. Nas referidas ofertas existentes alhures, o pressuposto de incidência é a aquisição de uma participação que autorize a presunção de que ocorreu uma *aquisição do controle*. Isto é: após ultrapassar certo patamar de participação – 30%, no caso do *Takeover Code* -, presume-se que um acionista adquiriu o controle e *por esse motivo* se o obriga a lançar uma OPA. O pressuposto, portanto, é sempre o de que ele *não era controlador antes da aquisição* – ao contrário do que ocorre na OPA por Aumento de Participação. Cf., nesse sentido, a resposta apresentada pela CVM a questionário realizado pela IOSCO: COMISSION (IOSCO). **Takeover Regulation in the Jurisdictions of some of IOSCO EMC Members**. 2006. < http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD210.pdf >. Último acesso em 11 de setembro de 2016, p. 45 e ss.

[316] Outros acionistas poderiam contribuir para a redução da liquidez por meio de aquisições de blocos de ações – inclusive de ações sem direito de voto. Nesse sentido, "A tutela, no contexto da dispersão acionária, entretanto, é imperfeita, pois limita a hipótese de OPA à redução de liquidez causada por aquisições de ações feitas pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, ignorando as hipóteses de ausência de controle ou mesmo a situação em que não controladores adquiram participações expressivas do capital social sem a pretensão de aliená-las no futuro próximo". OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 176.

[317] Cf. art. 116, "a"; e 243, §2º, da Lei das S.A.

uma parcela inferior à metade do capital votante for suficiente para assegurar a prevalência nas deliberações sociais.[318]

O controle pode ser exercido, ainda, *individualmente*, quando estiver sujeito a apenas um interesse, ou de modo *compartilhado*, quando detido por um grupo de acionistas que representem interesses distintos.[319]

Embora essas categorias sejam claras no plano teórico, desde a edição da Lei das S.A. se discute qual a abrangência da lei acionária quanto ao tema.

6.4.1.1.1. Controle Minoritário?

Não há consenso quanto ao reconhecimento do chamado *controle minoritário* pela lei acionária. Historicamente, as dúvidas a esse respeito se colocam em dois contextos interpretativos.

Em primeiro lugar, quando se pretende determinar a *extensão do regime de responsabilidades* imposto ao titular do poder de controle. Abrangeria ele apenas o acionista controlador *majoritário*, ou também o *minoritário*?

As dúvidas se devem, entre outros, à presença do advérbio "*permanentemente*" na redação do art. 116, bem como no art. 243, §2º.

Para alguns autores, como MODESTO CARVALHOSA, ele seria uma evidência de que apenas o controle *majoritário* teria sido abarcado pela Lei das S.A. – já que o exercício do controle *minoritário* ou *de fato* nunca poderia ser considerado "permanente".[320]

---

[318] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 54 e ss. O critério para identificação do controle minoritário geralmente adotado não é a mera "prevalência" nas deliberações sociais – já que o acionista titular de apenas um ação que sempre votasse no sentido vencedor também "prevaleceria" – mas sim a titularidade de *maioria dos votos presentes nas últimas três assembleias gerais*. Esse critério, além de indicado nos regulamentos dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, estava previsto na Resolução CVM nº 401/76, que, embora revogada pela Resolução CVM nº 2927/02, continua a ser invocada doutrinariamente.

[319] "Por outro lado, o bloco majoritário pode não ser constituído por um único acionista, nem se apresentar, necessariamente, como um grupo monolítico de interesses. É mesmo usual que dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas, componham a maioria, associando interesses, temporária ou permanentemente convergentes. Pode-se falar, em tais hipóteses, de um controle conjunto ou por associação." COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 53. Aspectos específicos do controle compartilhado serão examinados adiante, neste capítulo.

Para outros autores, como FÁBIO KONDER COMPARATO, CALIXTO SALOMÃO FILHO e EDUARDO MUNHOZ,[321] a interpretação do dispositivo não deve ser feita de forma estanque, devendo considerar o contexto das companhias.

Nesse sentido, não se poderia ignorar que as assembleias de companhias abertas são marcadas por certo grau de absenteísmo. Se um acionista for titular de percentual que lhe assegure, habitualmente, a maioria absoluta dos votos *presentes*, e consequentemente o poder de eleger os administradores e de conduzir os negócios sociais, isto seria suficiente para caracterizá-lo como acionista controlador.

Atualmente, o entendimento predominante é o de que o regime de responsabilidades aplicável ao titular do controle alcança o controlador *de fato* ou *minoritário*.

E isso não só pelas possíveis interpretações do advérbio "permanentemente", mas especialmente porque também o titular do controle minoritário conduz os negócios sociais e exerce seu poder sobre o patrimônio que constitui o acervo social.[322] Não faria sentido, assim, eximi-lo das responsabilidades típicas da posição que ocupa na sociedade – isto é, a de *órgão social*.[323]

Em segundo lugar, discute-se se a alienação das ações detidas pelo controlador *minoritário* estaria sujeita à incidência do art. 254-A da lei acionária, segundo o qual a eficácia do negócio deverá ser condicionada à realização de uma OPA pelo adquirente das ações *de controle*.

---

[320] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol 3 – Arts. 75 a 137. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 488 e ss.

[321] "Mas preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos". COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 73. É importante notar que Comparato aponta um elemento importante da lei acionária brasileira no que se refere à caracterização do controle minoritário: ela estabelece um rol de matérias que somente podem ser aprovadas por mais da metade do capital votante (art. 136) (p. 57); Cf., ainda, MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 304.

[322] Sobre o chamado "ordenamento do patrimônio", cf. WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht**. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 188 e ss.

[323] Cf. COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 119.

Nesse contexto, o foco se desloca dos *atos praticados* pelo titular do controle *de fato* para o *objeto do negócio jurídico típico* de que trata o art. 254-A.

Alguns autores sustentam que o art. 254-A também abrangeria as alienações de controle *minoritário*, com base no argumento de que o dispositivo legal faz referência ao bloco de ações que assegure o *poder* de controle – sendo indiferente, para os fins do art. 254-A, se ele seria composto por mais ou menos da metade do capital votante.[324]

Por outro lado, outros autores, e também o Colegiado da CVM,[325] entendem que o art. 254-A somente seria aplicável às alienações de controle *majoritário*.

E isso, em síntese, porque o "*negócio típico de* alienação de controle *tem por objeto* ações integrantes do bloco de controle, *e não o poder de controle em si*".[326] Isso significa que o titular do controle minoritário exerce um poder por uma condição *de fato*; mas disso não resulta a possibilidade de *alienar* o poder exercido.

Tendo em vista as dúvidas suscitadas pela expressão *acionista controlador*, coloca-se a pergunta quanto ao seu significado no contexto específico do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. Estaria também o acionista controlador *minoritário* obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação, nos termos daquele dispositivo?

A pergunta seria pertinente, por exemplo, no contexto de companhia em que o controle *de fato* fosse exercido com base na titularidade de 30% das ações ordinárias. Caso

---

[324] "E, como visto, esse conjunto de ações pode representar menos da metade das ações com direito a voto do capital social. Admitir conclusão diferente levaria a situação de insegurança jurídica ainda maior do que admitir a aplicação do dispositivo às alienações de controle diluído". OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 311; PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 135 e ss. Calixto Salomão Filho, por sua vez, critica o restrito âmbito de incidência do art. 254-A. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 206, na nota de texto 45.

[325] CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002, 395 e ss; Cf. os seguintes processos administrativos: Processo Administrativo CVM n° RJ 2005/4069 (Caso GPA), Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 11 de abril de 2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060411_R1/20060411_D02.html; Processo Administrativo CVM n° RJ 2009/1956 (Caso TIM), Rel. Eliseu Martins, julgado em 15 de julho de 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2/20090715_D01.html Eduardo Secchi Munhoz, embora não tome posição sobre esse tema específico, reconhece que não há incongruência entre se admitir a aplicação do art. 116 ao controle minoritário, ao mesmo tempo em se afasta o art. 254-A da mesma situação de fato. Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 308.

[326] MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 307.

o controlador minoritário aumentasse sua participação para aproximadamente 54% daquela espécie, ele teria adquirido pouco mais de 1/3 do total de ações em circulação. Nesse cenário, incidiria a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação?

A pergunta é tormentosa e parece comportar argumentos razoáveis em ambos os sentidos.

Seria possível sustentar, em primeiro lugar, que a OPA por aumento de participação também seria imposta ao controlador *minoritário* que atingisse o percentual referido no art. 4º, §6º da Lei das S.A.

Um argumento para justificar essa posição seria o de que, ao aumentar sua participação, o acionista controlador *minoritário* potencialmente reduziria a liquidez das ações remanescentes, na medida em que provocaria um estreitamento do mercado, sendo isto o que o dispositivo pretende evitar.

Além disso, também se poderia dizer que os artigos 116 e 243, §2º, como explicado, abrangem o controle minoritário, razão pela qual não faria sentido excluir o controle de fato do âmbito de incidência do art. 4º, §6º da Lei das S.A.

Por outro lado, também há bons argumentos para se *afastar* a incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. ao controle minoritário.

O primeiro refere-se ao fato de que o dispositivo em questão não diz respeito a um *ato praticado no exercício do poder de controle*.

A equiparação entre o controlador minoritário e o majoritário para os fins de responsabilização faz sentido na medida em que ambos determinam a formação da vontade social, podendo causar danos de igual extensão à companhia e aos demais acionistas.

Mas o mesmo não ocorreria na hipótese de aumento de participação. Ao aumentar sua participação, o controlador majoritário, em princípio, seria responsável por um estreitamento mais significativo do mercado do que aquele provocado pelo controlador minoritário.

Nesse sentido, o pressuposto do art. 4º, §6º é o de que o acionista controlador, ao comprar ações no mercado, *aumenta ainda mais a concentração acionária*; e é isto que

torna sua conduta potencialmente prejudicial à liquidez das ações. O controlador minoritário, por sua vez, não pode aumentar algo que não existia no contexto de um controle "diluído".[327]

Além disso, aplicar o dispositivo em questão ao controlador minoritário poderia ocasionar duas assimetrias.

Em primeiro lugar, conforme a amplitude da variação verificada, incidiria um ônus – a realização da OPA – a uma hipótese que corresponde, substancialmente, a uma *aquisição originária de controle*.

Contudo, a Lei das S.A. propositalmente *deixou* de associar esse ônus às aquisições originárias – o que tem sido lembrado com certa frequência pela doutrina. Nesse sentido, o art. 257 da Lei das S.A. refere-se a uma oferta pública que serve como *meio* à aquisição do controle, e não como sua *consequência*.[328]

Ou seja, com a aplicação do art. 4º, §6º da Lei das S.A. também ao controlador minoritário, poder-se-ia chegar à conclusão de que a lei acionária teria duas respostas antagônicas para a mesma situação: em alguns casos, a aquisição de mais da metade do capital votante poderia ensejar a realização de uma OPA; e em outros, não.

A segunda assimetria resulta do fato de que, como dito, o art. 4º, §6º não se aplica a acionistas minoritários ou terceiros. Assim, estes poderiam empreender tentativas de tomada do controle, aumentando sua participação, sem o ônus de realizar uma OPA. Essa situação colocaria o controlador minoritário em uma clara desvantagem, caso precisasse adquirir ações no mercado para preservar o controle em face de uma escalada.[329]

---

[327] A expressão "controle diluído" é empregada por OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 17.

[328] Sobre a inclusão do art. 254 na Lei das S.A., cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. 3ª ed. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 285 e ss.; sobre a não incidência do art. 254-A em hipótese de aquisição originária de controle, cf. OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 338; MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 298 e ss.; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Aquisições Hostis de Controle Societário e Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária**. Tese de Láurea apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009, p. 57 e ss.

[329] No sentido de que as escaladas não estariam abrangidas, cf. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 328.

Por esses motivos, o posicionamento que parece mais convincente é aquele no sentido de que o art. 4º, §6º somente seria aplicável às companhias em que se verificasse a presença de um controlador majoritário *previamente ao aumento de participação*. Ou seja: o aumento de participação relevante para a incidência da norma seria apenas aquele ocorrido após a existência de um controlador majoritário.

Essa conclusão é compatível com o fato de que a *finalidade* da Lei das S.A. não foi instituir um mecanismo de proteção à *dispersão acionária* – entendida, neste caso, como a ausência de acionista controlador majoritário. Seu objetivo era apenas o de evitar o chamado *fechamento branco de capital*, e não uma proteção absoluta à liquidez acionária.

Exatamente pela omissão da Lei das S.A., as companhias que pretenderam tutelar a dispersão acionária inseriram cláusulas estatutárias obrigando o adquirente de certas participações societárias a realizar uma OPA – a (indevidamente) chamada *poison pill*.[330]

6.4.1.1.2. Controle Compartilhado?

Tanto o art. 116 quanto o art. 118 da Lei das S.A. reconhecem, de forma expressa, o chamado controle *compartilhado*.[331]

---

[330] A análise das chamadas *poison pills* escapa ao escopo desta tese, tendo em vista que seu objetivo direto é a proteção da *dispersão* acionária, e não da *liquidez de mercado*. Nesse sentido, no Memorando que acompanhou o Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009, os então diretores Otávio Yazbek e Marcos Pintos afirmaram o seguinte: "Esse argumento [*de que as poison pills protegeriam a liquidez*] pode ser facilmente refutado, pois o gatilho das poison pills – aquisição de um percentual das ações em circulação da companhia – não tem necessária relação com a liquidez. Na verdade, mesmo companhias cujo maior acionista é titular de mais de 51% do capital podem ter bastante liquidez, como demonstra o histórico do mercado acionário brasileiro. Por outro lado, ações de companhias cuja propriedade é totalmente dispersa podem ter liquidez reduzida, como demonstra nossa experiência recente." A afirmação será examinada mais adiante. Sobre os mecanismos estatutários de proteção à dispersão, ver, ainda, TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009; ZANINI, Carlos Klein. A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

[331] Sobre o tema, cf. LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de Acionistas sobre Exercício do Direito de Voto. In: **A Lei das S.A.** Vol. 2. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 287; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de Comando e Poder Compartilhado. *In*: **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004; FILHO, Celso Barbi. **Acordo de acionistas**. 1ª Ed. Belo Horizonte: Del Rey, 1993; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979, p. 309; PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira. Acordo de Acionistas sobre Controle de Grupo de Sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação

Nesse sentido, o art. 116 inclui na definição de acionista controlador o "*grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto*".

O *grupo* a que se refere o art. 116 não é dotado de personalidade jurídica; tampouco há condomínio sobre as ações que integram o bloco. Cada acionista faz jus apenas aos frutos (*e.g.* dividendos) de suas próprias ações.

Não obstante, o *poder de controle* fundado sobre o *bloco de ações* possui caráter *uno*, tratando-se de bem *indivisível*.[332]

O art. 118 da Lei das S.A., por sua vez, estabelece regras sobre o funcionamento dos acordos de acionistas. Entre outros, ele prevê mecanismos de autotutela para assegurar a uniformidade dos votos proferidos por membros do grupo de controle nas deliberações sociais.[333]

As questões atinentes ao controle compartilhado são de grande relevância para a vida das companhias brasileiras, especialmente porque muitas delas estão sujeitas àquela modalidade de controle.

Os problemas discutidos com maior frequência dizem respeito, em síntese, (a) à responsabilidade unitária do grupo de controle;[334] (b) à aplicação do art. 254-A da Lei das S.A. às alienações de ações realizadas por integrantes do grupo de controle;[335] e (c) à

---

definida pelo grupo controlador. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. vol. 15, São Paulo, Jan / 2002, pp. 226 e ss.; PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

[332] MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhado. *In* **Revista de Direito Mercantil**, n° 89, São Paulo, Janeiro/Março, 1993, p. 43.

[333] Trata-se dos mecanismos previstos nos parágrafos 8º e 9º do art. 118, inseridos na Lei das S.A. no contexto da reforma promovida pela Lei nº 10.303/01. Sobre esses mecanismos, cf. PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira. Acordo de Acionistas sobre Controle de Grupo de Sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. vol. 15, São Paulo, Jan / 2002, pp. 226 e ss; ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). *In*: **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: 2002, p. 367 e ss; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. *In:* **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 486 e ss.

[334] PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015, pp. 246 e ss.

[335] A questão foi analisada, por exemplo, nos seguintes processos administrativos: Processo Administrativo CVM nº RJ2008/4156 (Caso Suzano), Rel. Sérgio Weguelin, julgado em 17 de junho de 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-0.pdf; Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14099 (Caso ABN), Rel. Durval Soledade, julgado em 29 de janeiro de 2008. Disponível

vinculação da administração da companhia às deliberações tomadas pelo grupo de controle em reuniões prévias.[336]

A esse elenco, deve-se acrescentar o art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Convém examinar, especificamente, em que medida as aquisições de ações efetuadas por um *integrante do grupo de controle* repercutem sobre os *demais integrantes do grupo*.[337]

Nesse sentido, a primeira pergunta que se coloca é a seguinte: as aquisições de ações feitas por membros do grupo de controle, individualmente, devem ser imputadas *à participação detida pelo grupo*?

A resposta parece ser afirmativa.

Ao aumentar sua participação individualmente, o membro do grupo faz, em princípio, com que aumente o número total de ações vinculadas ao bloco de ações sobre o qual se funda o exercício do poder de controle.[338] Consequentemente, o *acionista controlador* – o grupo – aumenta sua participação.

---

em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5801-0.pdf; Processo Administrativo CVM n° RJ 2007/7230 (Caso Copesul), Rel. Eli Loria, julgado em 11 de julho de 2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html. Veja-se, ainda, MEMO/SER/GER-1/N°14/2012 (Caso Usiminas), de 02.02.2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/SRE%20conclui%20análise%20sobre%20incidência%20de%20OPA%20por%20alienação%20de%20controle%20na%20Usiminas.asp>; e Processo n° RJ 2001/10329. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 19.02.2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm>

[336] ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). *In*: **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: 2002, p. 367 e ss; LEÃES, Luiz Gastão de Barros. Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas. *In*: **Pareceres**. Vol. II. São Paulo: Singular, 2004, p. 123 e ss; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. *In:* **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 486-488; SADDI, Jairo. Vinculação do voto dos administradores indicados pelo acordo de voto. *In*: **Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 656-667; SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio. Conselho de Administração e Diretoria. *In*: **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1121; PATELLA, Laura Amaral; BORGES, Leandro Vilarinho; BERNARDES, Lucas Petri; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. Deveres fiduciários dos administradores. Vinculação dos administradores a acordos de acionistas. *In*: **Mercado de Capitais Brasileiro, doutrina, cases & materials**. São Paulo: 2012, p. 225 e ss.

[337] A incidência desse dispositivo aos grupos de controle é problema atual. No âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/12089, a área técnica da CVM entendeu que a aquisição de ações por membro do grupo de controle atrairia a incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. O caso ainda está pendente de julgamento pelo Colegiado.

[338] Note-se, a propósito, que é corriqueira, nos acordos de acionista celebrados no âmbito de companhias brasileiras, a inserção de cláusula estabelecendo a vinculação, ao bloco de controle, de ações adquiridas posteriormente à celebração do acordo.

Além disso, ainda que o membro do grupo de controle não seja, individualmente, *acionista controlador*, ele adquire esse *status* por integrar o grupo. Há, nesse caso, uma *metonímia*: a parte designa o todo, e vice-versa.

Portanto, quando um membro do grupo de controle adquire ações, o aumento da participação deve ser imputado *ao grupo* para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Partindo-se dessa premissa, coloca-se uma segunda questão: caso se verifique que a participação detida pelo grupo atingiu o patamar fixado pela CVM (examinado adiante), haveria *responsabilidade solidária* entre os membros do grupo para a realização da OPA, ou esta deveria ser realizada apenas pelos membros que tenham contribuído para o aumento da participação?

No direito obrigacional brasileiro, a responsabilidade solidária "*não se presume; resulta de lei ou da vontade das partes*" – conforme dispõe o art. 265 do Código Civil.

Nesse sentido, convém notar que o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. nada estabelece quanto à solidariedade no âmbito dos grupos de controle para os fins da OPA por aumento de participação. Diante disso, há duas possíveis interpretações.

A primeira seria no sentido de que a solidariedade decorreria do próprio art. 116 da Lei das S.A., na medida em que este trata o grupo como uma unidade de imputação.

A segunda, por sua vez, seria a de que não haveria responsabilidade solidária para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A., sendo cada membro do grupo de controle responsável pela realização da OPA apenas na proporção em que contribua para o aumento da participação.

Entre aquelas interpretações, a segunda parece ser a mais correta. Com efeito, a possibilidade de responsabilização solidária com base no art. 116 da Lei das S.A. se limita às situações referentes ao *exercício do poder de controle*.

Ou seja, os acionistas vinculados por acordo de voto podem responder solidariamente pela forma com que o bloco *exerce* o poder de controle.

Contudo, não se poderia estender essa disciplina à responsabilidade pelos atos voluntários praticados individualmente – como é o caso da aquisição de participação a que

se refere o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. É por esse motivo, aliás, que o art. 4º, §6º, refere-se ao "acionista controlador (...) *que adquirir ações*".

Por outro lado, se mais de um acionista contribuir para o aumento da participação *do bloco*, ainda que em momentos diferentes, a responsabilidade pela realização da OPA deverá ser proporcional ao aumento provocado por cada um deles.

6.4.1.2. Aquisição de ações e aumento da participação

O art. 4°, §6°, da Lei das S.A. não incide sobre *qualquer* conduta do acionista controlador que pudesse ter impactos negativos sobre a liquidez das ações. Seu alcance se limita, em princípio, ao aumento de participação que resulte de *aquisições* de ações.

Adquirir significa tornar-se *proprietário*, passando a dispor da "*faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la*".[339]

A aquisição de ações pode se dar por diversos meios: por *sucessão*, e.g. quando dois acionistas de uma companhia realizam reorganização societária entre si, unificando as participações detidas; por meio de *negócio jurídico de compra e venda*; por meio de *dação de ações em pagamento* – hipótese regida pelas regras aplicáveis aos contratos de compra e venda (art. 357 do Código Civil); pela *subscrição* de novas ações emitidas em aumento de capital; entre outros.

Há, ainda, hipóteses em que não há aquisição da *propriedade acionária*, mas apenas das *faculdades típicas do domínio*, a exemplo do que ocorre no chamado *usufruto* de ações.[340]

O art. 4º, §6º, da Lei das S.A. não estabelece um rol taxativo de hipóteses abrangidas pelo verbo "*adquirir*", sendo necessário interpretá-lo.

Para esse fim, deve-se ter em vista que o art. 4º, §6º da Lei das S.A., ao obrigar o acionista controlador a realizar uma OPA caso atinja determinada participação acionária, impõe uma clara restrição à sua liberdade negocial.

[339] Cf. art. 1.228 do Código Civil.
[340] Cf., quanto ao exercício do direito de voto inerente à ação gravada, o art. 114 da Lei das S.A.

Pela natureza da regra, sua interpretação deve ser *restritiva*, tendo em vista princípio basilar de hermenêutica jurídica.[341] Portanto, ainda que o dispositivo empregue o verbo "*adquirir*", as hipóteses de aquisição efetivamente abrangidas pela norma devem ser identificadas a partir de sua *finalidade*.

Nesse sentido, não seria proveitoso elaborar uma resposta específica para cada uma entre todas as possíveis e imagináveis situações concretas que possam envolver a aquisição de ações pelo acionista controlador.

O caminho mais promissor parece consistir na fixação de critérios gerais, com base no pressuposto de que o objetivo da regra é evitar a atuação do acionista controlador que leve a um *estreitamento do mercado*, ocasionado pela redução do número de compradores e vendedores e da quantidade de ações em circulação.

A partir disso, dois seriam os possíveis critérios para que se analise, concretamente, se uma conduta caracteriza ou não uma *aquisição* para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.: **(a)** em primeiro lugar, deve tratar-se de operação que envolva a transferência do domínio, ou ao menos de suas faculdades típicas, ao acionista controlador – já que se exige uma *aquisição*; e **(b)** em segundo lugar, a operação deve implicar estreitamento do mercado, isto é, a redução do número de compradores e vendedores, bem como do número absoluto de ações em circulação – tendo em vista a finalidade da regra.

A abordagem proposta, portanto, *qualifica* a conduta prevista no dispositivo legal, de modo que este incida apenas às aquisições que provoquem consequências específicas (*potencial estreitamento do mercado*).

Assim, e com o fim de ilustrar o alcance da norma examinada, a primeira hipótese de aquisição que parece *não* ter sido abrangida pelo art. 4º, §6º da Lei das S.A. corresponde à aquisição *originária* de ações, por meio de sua subscrição no contexto de aumentos de capital.[342]

---

[341] "Assim, por exemplo, recomenda-se que toda norma que restrinja os direitos e garantias fundamentais reconhecidos e estabelecidos constitucionalmente deva ser interpretada restritivamente." FERRAZ JR., Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação**. 4ª Edição. São Paulo: Atlas, 2003, p. 296.

[342] Originalmente, a Minuta de Instrução que se transformou na Instrução CVM nº 361/02 previa que a subscrição de novas ações poderia ocasionar um aumento de participação para os fins da regra. Esse ponto

Nessa situação, o aumento da participação não implicaria a redução do número absoluto de ações em circulação no mercado; além de atender ao interesse social, na medida em que o acionista controlador estaria aportando recursos à companhia, possivelmente em decorrência da não participação de acionistas minoritários no aumento de capital.[343] Portanto, haveria *aquisição*, mas não haveria *potencial estreitamento* – já que o número absoluto de ações em circulação permaneceria, quando menos, inalterado.

A segunda hipótese a ser examinada consiste no aumento de participação resultante de ato praticado *pela companhia*: por exemplo, o resgate ou a recompra de ações.

Embora aquelas condutas possam provocar um potencial estreitamento do mercado, elas não são juridicamente imputáveis ao acionista controlador – que não se confunde com a companhia, ainda que seja um órgão social.

Em outras palavras, há um potencial *estreitamento*, mas não há *aquisição* de ações pelo acionista controlador.[344] Essa conclusão, naturalmente, não impede a apuração de eventual desvio de finalidade na atuação da companhia.

A terceira hipótese que merece exame refere-se à celebração, pelo acionista controlador, de contratos de derivativos com instituição financeira, em razão do qual esta adquira ações no mercado, mantendo-as em carteira por determinado período de tempo.[345]

---

foi objeto de diversas críticas no processo de Audiência Pública e, por isso, a hipótese foi excluída no momento de edição da norma.

[343] Tratando-se de aumento de capital por subscrição privada. "Com efeito, na hipótese de os acionistas minoritários não exercerem integralmente seu direito de preferência nos aumentos de capital da companhia, o controlador poderá aumentar sua participação no capital de sua controlada por meio da subscrição de sobras, sem que, com isso, possa ser obrigado a realizar oferta pública. Entender o contrário praticamente inviabilizaria qualquer aumento de capital de companhia aberta, visto que, se os minoritários não exercerem o direito de preferência e não houver interesse de terceiros subscritores, o acionista controlador estaria obrigado a cancelar o aumento de capital ou a promover oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos minoritários." CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 66.

[344] O que não impede, como se verá adiante, que as ações recompradas sejam excluídas da base de cálculo utilizada para a fixação do limite de participação que pode ser atingido pelo acionista controlador. Processo Administrativo CVM nº RJ RJ2014/3723 (Caso Sofisa), Rel. SER/GRE-1, julgado em 20 de maio de 2014. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140520_R1/20140520_D02.html>; Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/4393 (Caso Cremer), Rel. SRE, julgado em 03 de junho de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D02.html>.

[345] O exemplo mais comum nesse sentido são os chamados *total return swap* – contratos em que as partes ficam expostas a certos riscos de oscilação da cotação das ações utilizadas como referencial. "Num *Total Return Swap* (TRS), um investidor (o receptor do *total return*) entra num contrato derivativo segundo o qual ele irá receber todos os fluxos de caixa associados com um dado ativo de referência ou índice financeiro sem efetivamente, em algum momento, ter comprado ou sido proprietário do ativo ou do índice. Os pagamentos

Nesse cenário, há um potencial prejuízo à liquidez acionária, ocasionado pelo potencial estreitamento do mercado e pelo eventual desequilíbrio provocado no fluxo de ordens. Mas haveria *aquisição* pelo acionista controlador, ainda que indiretamente?

A resposta, em princípio, é negativa.

Com efeito, não se pode *presumir* que as aquisições realizadas por contraparte do acionista controlador em contrato de derivativos tenham sido efetuadas no interesse do próprio controlador.

Em contratos dessa natureza, as aquisições podem ter como finalidade exclusiva a proteção (*hedge*) da parte em face dos riscos econômicos inerentes ao contrato. Trata-se de prática comum e adequada à gestão dos riscos do instrumento celebrado.

Por outro lado, a existência de elementos indicativos de fraude, que permitam a imputação das aquisições feitas por terceiros ao acionista controlador, poderia, naturalmente, levar a uma conclusão distinta.

Há, ainda, outras situações que revelariam o limitado âmbito de incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Pense-se, por exemplo, na celebração de acordo de acionistas entre o acionista controlador e um minoritário relevante, no qual se estabelecessem restrições à circulação das ações vinculadas.

Nesse caso, o acionista controlador provocaria uma potencial redução na liquidez do mercado acionário, ao contratar restrições à circulação de ações detidas por acionista minoritário – que, de resto, decorreriam do próprio §4º, do art. 118 da Lei das S.A.

Contudo, não incidiria o art. 4º, §6º, da Lei das S.A., tendo em vista que a celebração de acordo de acionistas não corresponde a uma *aquisição* de ações, seja de forma direta ou indireta.

---

são feitos pela outra parte no contrato de TRS, o pagador do *total return*. Diferente de um *swap* sobre ativo, que essencialmente retira o risco de crédito do ativo prefixado, um *total return swap* expõe os investidores a todos os riscos associados com os ativos de referência, crédito, taxa de juros etc." BONFIM, Antulio N. **Derivativos de crédito e outros instrumentos**. São Paulo: Elsevier, 2007, p. 94. A possibilidade de incidência da obrigação de realizar OPA por aumento de participação em decorrência da celebração de TRS está sob exame da área técnica da CVM no Processo Administrativo CVM nº RJ 4422/2015 (Caso Gerdau).

É importante notar que as condutas mencionadas não configuram a *hipótese de incidência* (aquisição) do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. Isso não significa, evidentemente, que elas não tenham impactos sobre o limite de ações que podem ser adquiridas pelo controlador para que se configure um "impedimento de liquidez". Esse aspecto será examinado adiante.

6.4.1.3. Atingimento de porcentagem que impeça a liquidez: o pecado original

Finalmente, o terceiro requisito de incidência da obrigação prevista no art. 4°, §6°, da Lei das S.A. é a ocorrência de um "*impedimento de liquidez*", resultante de *aquisições* realizadas pelo *acionista controlador*.

A expressão "*impedimento de liquidez*" constitui um conceito indeterminado, no sentido de que há consequências estabelecidas – a obrigatoriedade de realização da OPA –, sem que o conteúdo da hipótese de incidência esteja definido.[346]

6.4.1.3.1. Um problema financeiro

A expressão denota um problema da teoria financeira, examinado no Capítulo 2: como se deve mensurar a liquidez do mercado acionário e as transformações nela ocorridas?

Como visto, não há um consenso a esse respeito e diversas são as soluções propostas.

Um dos critérios mais difundidos é o da diferença entre as ofertas de compra e as ofertas de venda de determinada ação – o chamado *bid-ask spread*. Além dele, outros referenciais úteis para que se possa aferir a liquidez de uma ação são a quantidade de negócios realizados diariamente; o volume financeiro representado pelas ações em circulação; e o número de acionistas titulares de ações em circulação.

Os métodos de mensuração de liquidez discutidos pelos economistas buscam *quantificar* os elementos que constituem o conceito de liquidez: a *velocidade de negociação*; o *volume de negócios*; os *custos de negociação*; e os *impactos dos negócios sobre o preço do ativo*.

[346] Cf. ENGISCH, Karl. **Einführung in das juristische Denken**. 10. Auflage. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 2005, p. 136 e ss.

Em outras palavras, busca-se aferir a *profundidade*, a *amplitude* e a *resiliência* do mercado existente para determinada ação. Trata-se, como se disse, de um problema essencialmente *matemático*.[347]

Seria de se esperar, portanto, que a Lei das S.A. trilhasse o mesmo caminho das teorias financeiras, isto é, o de indicar que a liquidez de um ativo deve ser mensurada *também* a partir daqueles referenciais.

Contudo, ao atribuir à CVM competência para definir o que caracterizaria um "*impedimento de liquidez*", a Lei das S.A. fez referência apenas à "*porcentagem*" atingida pelo acionista controlador.

6.4.1.3.2. Um conceito formal

A menção a um "*percentual*" revela a premissa de que partiu o legislador: a de que um *impedimento de liquidez* poderia resultar, pura e simplesmente, do atingimento de determinada participação acionária pelo acionista controlador, isto é, da concentração da propriedade acionária nas mãos daquele acionista.

A premissa é condizente com o contexto em que a regra foi editada. No início dos anos 2000, os casos de fechamento branco de capital demonstravam que o aumento de participação poderia, efetivamente, ter repercussões negativas sobre o mercado acionário.

O problema, contudo, é que a fixação de uma porcentagem *abstrata* em princípio não é suficiente para quantificar a liquidez das ações emitidas por companhias específicas.[348]

Em certas companhias, o controlador pode ter mais de 85% do capital social, e ainda assim as ações em circulação serem dotadas de liquidez – por exemplo, por representarem volume financeiro expressivo e por serem detidas por uma grande quantidade de acionistas de mercado, que as negociam habitualmente.

---

[347] Cf. Item 2.4.2.

[348] "A lei diz 'impeça liquidez', como se apenas o aumento de participação do controlador no capital social possa impedir a liquidez das ações." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 26.

Em outras, o controlador pode ter 51% do capital social, sem que as ações em circulação tenham liquidez. Isso ocorrerá, por exemplo, quando elas forem detidas por poucos acionistas, interessados em manter suas posições ao invés de negociarem ações habitualmente.

Em outras palavras: o simples atingimento, pelo acionista controlador, de um percentual fixado abstratamente pode, em diversas circunstâncias, não ter absolutamente *nenhum* impacto sobre a liquidez do mercado acionário.[349]

É o que ocorre, por exemplo, quando o acionista controlador adquire a participação detida por um minoritário que, anteriormente, não negociara sequer uma ação da companhia.

Mais relevante do que o simples atingimento de uma porcentagem pelo acionista controlador é examinar o *comportamento do mercado* em relação às demais ações emitidas pela companhia.

Após as aquisições realizadas pelo acionista controlador, a quantidade de negócios aumentou, diminuiu ou permaneceu inalterada? O *bid-ask spread* sofreu alguma variação significativa? A quantidade de ordens de compra e venda em aberto foi alterada substancialmente? Houve desequilíbrio no fluxo de ordens?

Essas perguntas certamente contribuiriam para que se mensurasse a *liquidez* do mercado acionário a partir dos atributos intrínsecos àquela característica.

Embora a concentração acionária seja, inegavelmente, um fator relevante para a liquidez do mercado acionário, o percentual detido pelo acionista controlador, por si só, muitas vezes não dirá absolutamente nada sobre a *profundidade*, a *amplitude* ou a *resiliência* do mercado.

Por esses motivos, a premissa implícita ao art. 4º, §6º da Lei das S.A. – repita-se: a de que o atingimento de uma participação fixada abstratamente, por si só, seria capaz de causar um *impedimento de liquidez* – representa o *pecado original* da solução regulatória

[349] A exemplo do que se verificou no Processo Administrativo Sancionador RJ2004/4627, julgado em 28 de janeiro de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050128_PAS_RJ20044627.pdf>.

vigente no Brasil: faz-se referência à *liquidez*, mas se requer que sua mensuração seja feita com base em um critério que, isoladamente, é de todo insuficiente para esse fim, por corresponder a apenas um dos fatores que podem influenciá-la.

Dito de outra forma: é como se a *liquidez* constante da expressão "*impedimento de liquidez*" não fosse a *liquidez* "dos economistas" – com a qual se importam os participantes do mercado de capitais.

6.4.1.3.3. Uma contradição interna

No art. 4º, §6º, da Lei das S.A., desconsiderou-se a dimensão financeira da liquidez, partindo-se da duvidosa premissa de que o atingimento de um percentual fixado abstratamente seria suficiente para que se diagnosticasse um "impedimento de liquidez".

Contudo, curiosamente, ao referir-se à liquidez do mercado acionário em outros dispositivos, a Lei das S.A. seguiu uma direção distinta.

É o que aconteceu, especificamente, nas hipóteses previstas nos artigos 136-A, §2º, II, e 137, II, nas quais a Lei das S.A. permitiu que se afastasse o direito de recesso caso as ações da companhia fossem "*dotadas de liquidez* e *dispersão no mercado*".

Essas hipóteses têm a finalidade de preservar o caixa das companhias abertas, evitando que estas suportem os ônus financeiros associados ao pagamento do reembolso quando os acionistas tiverem a alternativa de negociar suas ações no mercado.[350]-[351]

Nesse contexto, a Lei das S.A. também atribuiu competência à CVM para regulamentar a matéria.

Mas, para esse fim, a lei acionária estabeleceu a premissa de que haveria *liquidez* "*quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integra índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de*

[350] EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e Direito de Recesso. In: **Revista de Direito Mercantil**, 111, 1998, p. 76; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de Recesso e Existência de Titularidade Ininterrupta (art. 137, §1º). *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Org.). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 248.

[351] A alteração promovida pela Lei nº 9.457/97 era, há tempos, proposta no âmbito doutrinário. Veja-se, por exemplo, SZTAJN, Rachel. O direito de recesso nas sociedades comerciais. In: **Revista de Direito Mercantil**, 71, 1988, p. 54.

valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários".[352]

Ou seja: a competência atribuída à CVM limita-se à escolha de índice adequado para indicar que uma ação seria dotada de *liquidez*.

Nesse contexto, a CVM elegeu o IBOVESPA como parâmetro aceitável para que se afaste o direito de recesso naquelas hipóteses. A escolha faz sentido: o IBOVESPA tem por objetivo indicar o "*desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro*". Os critérios de inclusão de uma ação no índice abrangem, entre outros, o volume financeiro dos negócios realizados com a ação e a quantidade de negócios.[353]

Além disso, os artigos 136-A e 137 da Lei das S.A. também fazem referência ao conceito de *dispersão*, definindo-o como a situação em que "*o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação*."[354]

Ao afastar a possibilidade de exercício do direito de recesso em certas situações, a Lei das S.A. reconheceu expressamente a diferença entre *dispersão* e *liquidez*.

Consequentemente, ela reconheceu que a facilidade de negociar uma ação não depende, necessariamente, da propriedade acionária detida pelo acionista controlador.

Por outro lado, no art. 4º, §6º da lei acionária, os conceitos de alguma forma se misturam: não se mensura a *liquidez* por meio da inclusão de uma ação em índice oficial; mas sim pela *porcentagem* detida pelo acionista controlador – o que talvez fosse suficiente para que se aferisse se há ou não *dispersão* (no sentido legal), mas nada diz quanto ao *número de acionistas minoritários que efetivamente negociam a ação*, tampouco quanto ao *volume de negócios*.

---

[352] Cf. art. 137, II, "a", da Lei das S.A.

[353] Cf. art. 9º da Instrução CVM nº 565/15: "A condição de liquidez prevista no art. 137, II, "a", da Lei nº 6.404, de 1976, estará atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar o Índice Bovespa – IBOVESPA na data do aviso de fato relevante que anunciar a operação. A explicação sobre a composição do IBOVESPA está disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm>.

[354] Cf. art. 137, II, "b", da Lei das S.A.

Ou seja: o art. 4º, §6º da Lei das S.A. determina que se verifique a ocorrência de um "impedimento de liquidez" por meio de um critério que está relacionado à *dispersão* acionária; e embora a dispersão possa influenciar a liquidez de um ativo, ela, por si só, não corresponde a nenhum dos atributos intrínsecos a um mercado líquido.

Desse modo, a Lei das S.A. parece ter incorrido em uma contradição: para que se afaste o direito de recesso, *liquidez* tem um significado; mas para que se configure o requisito de incidência da OPA por aumento de participação, o sentido do vocábulo é outro.

É como se se tratasse de coisas distintas – o que não deveria ser o caso.

6.5. A INSTRUÇÃO CVM N° 361/02

Como demonstrado, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. coloca desafios de compreensão aos seus intérpretes.

É o que ocorre em relação ao sentido e ao alcance do termo "acionista controlador"; e à extensão do verbo "adquirir".

A Instrução CVM nº 361/02 não apresenta elementos que elucidem a interpretação daqueles pontos. E talvez ela sequer pudesse fazê-lo, na medida em que, em tese, a competência atribuída à CVM foi apenas a de fixar o limite percentual que, uma vez ultrapassado pelo acionista controlador, ensejaria a realização da OPA por aumento de participação.[355]

Mas os desafios regulatórios impostos pelo art. 4º, §6º da Lei das S.A. não são apenas hermenêuticos.

O maior problema do dispositivo, como visto, é de *efetividade*: ele atribui à CVM a talvez irrealizável tarefa de definir, objetivamente e abstratamente, quando a porcentagem detida pelo acionista controlador configuraria um "*impedimento de liquidez*".

[355] Ou seja, em princípio não poderia a Instrução CVM nº 361/02 solucionar um problema que é da própria lei acionária. Sobre esse aspecto, cf. COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 110-12.

Em outras palavras: a Lei das S.A. exige que a CVM caracterize um elemento composto por diversos atributos com base em apenas um fator de influência – configurando-se um claro exemplo de inadequação dos meios aos fins.

Com base nessa competência, a CVM estabeleceu duas hipóteses, previstas no art. 26 da Instrução CVM n° 361/02:

(i) em primeiro lugar, a aquisição, pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por outro meio que não uma OPA, de ações que representem "*mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37*"; e

(ii) em segundo lugar, a aquisição, pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, de "*participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o* caput". Nessa hipótese, *"a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida*."

6.6. PRIMEIRA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

Como mencionado, a primeira hipótese que caracteriza um "impedimento de liquidez" consiste na aquisição, pelo acionista controlador, de "*mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação*".

A adoção daquele critério foi objeto de dúvidas.

Quando a CVM elaborou a Instrução CVM n° 361/02, ela indicou, no Edital de Audiência Pública, que estava "*particularmente interessada em receber opiniões*"[356] sobre

[356] Conforme se lê no Edital de Audiência Pública, publicado no Diário Oficial da União de 24 de janeiro de 2002, fl. 71: "6. A CVM, além dos pontos acima mencionados, está particularmente interessada em receber opiniões sobre os seguintes pontos: (...) III – Quanto à OPA por aumento de participação do controlador, criada pela Lei 10.303/01: (a) os critérios de impedimento de liquidez utilizados (quantidade de ações em circulação inferiores a 25% do capital representado por tais ações, ou aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação quando da entrada em vigor da Instrução)."

qual entre os seguintes parâmetros deveria ser adotado para que se estabelecesse uma *presunção* de impedimento de liquidez: **(a)** a aquisição de 1/3 das *ações em circulação* – que acabou prevalecendo; *ou* **(b)** a manutenção, em circulação, de ações que representassem menos de 25% *do total de cada classe e espécie*.[357]

Os critérios propostos não se distinguem apenas por uma questão numérica. A principal diferença refere-se à *base de cálculo* adotada por cada um deles.

No primeiro critério, o limite deve ser calculado com base na *quantidade de ações em circulação*; ao passo que, no segundo critério, a base de cálculo é o *total de ações de cada classe e espécie emitidas*.

Observe-se, a propósito, que a Lei das S.A. não indica qual base de cálculo deveria ser adotada. Ela apenas menciona, no §6º do art. 4º, que a CVM fixará a "porcentagem" – sem dizer se trata-se de porcentagem "do capital social" ou "das ações em circulação".

A diferença entre essas hipóteses não é meramente teórica. Pelo contrário, ela é extremamente relevante.

Uma porcentagem do *total de ações emitidas* sempre corresponderá a um número fixo e previsível de ações – salvo, obviamente, quando ocorrer modificação do capital social; por outro lado, o total de *ações em circulação* pode variar *diariamente*.

Antes de se examinar esse ponto a fundo, é preciso esclarecer o conceito de "ações em circulação" adotado pela Instrução CVM nº 361/02.

[357] Logo após a conclusão da Audiência Pública, a CVM fixou um prazo adicional de 30 (trinta) dias para que certos pontos da Instrução 361 pudessem ser revistos, sem prejuízo de sua imediata entrada em vigor. Entre eles, estava o critério de 1/3 então adotado, mas nenhuma alteração se fez a esse respeito. Cf. Relatório publicado no Diário Oficial da União de 8 de março de 2002, fls. 40-41: "4. Optou-se, assim, sem prejuízo da plena vigência da Instrução, por desde logo estabelecer um prazo de 30 dias para a sua revisão, aguardando-se nesse prazo manifestações do mercado sobre a necessidade de ajustes no texto adotado, especialmente quanto: (...) d) o critério utilizado como definidor da presunção de impedimento de liquidez mínima, para efeito de realização de OPA para aumento de participação (2/3 do free float), e a necessidade de encontrar outros critérios, excludentes ou complementares do utilizado, além daquele já existente na Instrução (aquisição de 10% da espécie ou classe no período de 12 meses)."

6.6.1. O conceito de Ações em Circulação

Como mencionado, no vocabulário corrente, a expressão "ações em circulação" designa *as ações disponíveis para negociação no mercado*.[358]

Quando se examina o sentido técnico da expressão, percebe-se que ela não encontra significado unívoco na regulamentação em vigor.

Por exemplo, para alguns fins, deve-se excluir do cômputo das ações em circulação as ações em tesouraria; para outros, a mesma exclusão não faria sentido.[359] Mesmo a Instrução CVM n° 361/02 adota a expressão em mais de um sentido – o primeiro aplicável como regra geral, o segundo aplicável apenas para um fim específico.[360]

De todo modo, na maior parte dos casos, o conceito aplicável é substancialmente idêntico àquele constante do art. 4°-A, §2°, da Lei das S.A., segundo o qual ações em circulação são "*todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.*"

A Instrução CVM n° 361/02 praticamente reproduziu a definição legal, com pequenos ajustes, tendo estabelecido que ações em circulação são "*todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria*".

Como se pode ver, a definição de ações em circulação é feita *por exclusão*: quaisquer ações *que não sejam detidas* pelas pessoas referidas serão consideradas *em circulação*.

---

[358] Como indicado anteriormente, cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 13. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

[359] Por exemplo, para os fins da Instrução CVM nº 567/15, que fixa o limite máximo de ações que podem ser mantidas em tesouraria.

[360] Trata-se da regra prevista no art. 16, II, da Instrução CVM nº 361/02, examinada no capítulo anterior, segundo a qual, para os fins de verificação do quórum de aceitação da OPA para cancelamento de registro, são consideradas como ações em circulação "apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA".

Não importa, assim, *quantos acionistas* são titulares das ações em circulação; qual o perfil desses acionistas ou a quantidade de ações detida por cada um deles: na essência, *presume-se* que as ações estarão disponíveis para negociação desde que elas não sejam detidas pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada, ou por administrador.

Quanto aos elementos que o constituem, o conceito adotado tem ao menos dois problemas relevantes.

6.6.1.1. A exclusão dos administradores

Em primeiro lugar, não parece fazer sentido que o conceito não abranja as ações detidas por administradores.

O correto seria justamente o contrário: embora aos administradores se imponham mais restrições à negociação do que a um acionista comum – o que decorre da posição que ocupam na companhia[361] – trata-se de agentes que frequentemente negociam ações no mercado, para monetizar a parcela de sua remuneração percebida em ações.

Exatamente por esse motivo, JOHN COFFEE JR. afirma que um dos problemas dos modelos de planos de remuneração baseados em ações adotados nos Estados Unidos reside na *excessiva liquidez que aqueles planos proporcionam* – constatação aplicável a parte significativa dos planos vigentes no Brasil.[362]

Além disso, a exclusão das ações detidas pelos administradores pode acarretar outra distorção: quando um acionista minoritário detentor de participação relevante se elege administrador – o que é possível, entre outros, pelo mecanismo de eleição em separado previsto no art. 141 da Lei das S.A., ou pelo chamado voto múltiplo –, suas ações

[361] Trata-se das regras que restringem a negociação por parte dos agentes que possuem informações privilegiadas sobre o emissor, previstas tanto na Instrução CVM nº 358/02 quanto na Lei das S.A. (art. 155, §§1º e 4º) e na Lei nº 6.385/76. "Em relação às ações de propriedade do controlador e às em tesouraria, não há dúvida quanto a não estarem no mercado. Porém, incluir aí ações de diretores e membros de conselho de administração parece demasia." SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002, p. 25.

[362] "The hidden problem here is not that stock options provide excessive compensation, but that they provide excessive liquidity. This excess liquidity was, in turn, partially the product of deregulatory reform at the SEC in the early 1990s, which relaxed the rules under Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934 to permit officers and directors to exercise stock options and sell the underlying shares without holding the shares for the previously required six-month period. Thus, executives could view stock options as the equivalent of cash, because they were not required to bear the risk of holding the underlying stock for even six months." COFFEE JR., John. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. New York: Oxford University Press, 2006, p. 64.

automaticamente deixarão de ser consideradas "em circulação"; embora o então eleito administrador continue sendo um acionista minoritário da companhia.[363]

6.6.1.2. A ausência de critérios qualitativos

O segundo problema do conceito legal e regulamentar de *ações em circulação* reside no fato de que ele não inclui critérios *qualitativos* – que não seriam incompatíveis com o propósito de objetividade que provavelmente norteou o legislador e o regulador.

Nesse sentido, o conceito poderia estabelecer um limite máximo de participação para que um acionista seja considerado titular de "ações em circulação", a exemplo do que se fez alhures.[364]

Por esses motivos, a regulamentação repete o "pecado original" da Lei das S.A., na medida em que presume ser possível avaliar a liquidez das ações apenas com base na *variação da quantidade de ações em circulação*.

6.6.2. Os problemas da base de cálculo adotada

6.6.2.1. Um problema operacional: variações permanentes

Retomando-se o ponto feito ao final do item 6.6., convém esclarecer por que o critério adotado (aquisição de 1/3 das ações em circulação) tem um grave problema operacional.

Por sua natureza, a quantidade de *ações em circulação* varia constantemente ao longo da vida social.

Ela se altera se a companhia recomprar e/ou alienar ações de própria emissão; se o acionista controlador e os administradores comprarem e/ou venderem ações; se a

[363] Este ponto é examinado sob a ótica do Novo Mercado em artigo de autoria de VIO, Daniel de Ávila. A regra de free float mínimo prevista no Novo Mercado deve ser alterada pela BM&BVoespa? *In*: **Revista Capital Aberto**, Número 150, 2016, p. 52.

[364] A regra 102.01B(D) do *Listed Company Manual* da *New York Stock Exhange* (NYSE), por exemplo, expressamente exclui do conceito de ações "detidas pelo público" aquelas detidas por acionista com participação acionária de 10% ou mais na companhia objeto. Nesse mesmo sentido, o art. 2(2) da *Delegated Regulation EU 2016/2860* – que regulamentou a *Regulation (EU) 600/2014 (MiFID II)* –, ao definir o conceito de "mercado líquido", exclui do cômputo do *free float* as ações detidas por acionista com participação individual de 5% ou mais do capital votante da companhia objeto. Sobre a definição de "mercado líquido" na MiFID II, cf. MOLONEY, Niamh. **EU securities and financial markets regulation**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2014, 493 e ss.; e SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel (Hsgb.). **Kapitalmarktrechts-Kommentar**. 4 Auflage. München: Verlag C. H. Beck, 2010, p. 1698.

companhia emitir novas ações em um aumento de capital ou em uma oferta pública; se acionistas celebrarem acordos de acionistas e retirarem ações de circulação do mercado; e em várias outras situações.

Diante de um critério que se altera em razão de tão ampla variedade de eventos, coloca-se a seguinte questão: qual seria a *data base* para que se calculasse o limite de 1/3 das ações em circulação que, uma vez ultrapassado, ensejaria a realização da OPA por aumento de participação?

Inicialmente, a Instrução CVM nº 361/02 limitava-se a indicar uma data fixa, prevista no art. 37, correspondente à data de entrada em vigor da Instrução CVM n° 345/00 – ou seja, 4 de setembro de 2000.[365]

Não é difícil inferir os problemas daí decorrentes: ao estabelecer apenas uma *data fixa*, a Instrução CVM n° 361/02 desconsiderou a mutabilidade intrínseca ao conceito de *ações em circulação*. Desse modo, excluiu-se a possibilidade de que fossem realizados ajustes na base adotada para o cálculo do limite de 1/3.

Em outras palavras: ao não contemplar a possibilidade de ajustes em uma base de cálculo que é variável por natureza (total de ações em circulação), a Instrução CVM nº 361/02 impôs às companhias que calculassem o limite de 1/3 com base em uma fotografia desatualizada do quadro acionário e da estrutura de capital da companhia.

Esse problema foi discutido durante o processo de edição da Instrução CVM n° 487/10, que inseriu duas novas regras a esse respeito na Instrução CVM nº 361/02: o atual §5° do art. 26[366] e o art. 35-A.[367]

---

[365] Cf. art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/02.

[366] Cf. art. 26, §5º da Instrução CVM nº 361/02: "*Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.*"

[367] Como se vê do Relatório de Audiência Pública SDM 02/2010, que resultou na edição da Instrução 487: "Em relação à base de cálculo de 1/3 das ações em circulação para fins de incidência da OPA, a Versão Original considera o número de ações em circulação quando a Instrução CVM n° 361/02 entrou em vigor, o que suscitou críticas e dúvidas de muitos participantes. As dúvidas se referem principalmente a hipóteses em que houve aumento de capital e mudança na estrutura de controle da companhia após a data fixada pela Instrução. (...) A CVM procurou esclarecer a questão, adotando como base para cálculo do 1/3 o número de ações em circulação na data do encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso não tenha havido oferta, na data da obtenção do registro para negociação de ações nos

O §5º do art. 26 prevê, em síntese, qual será a data base para o cálculo do limite de 1/3 nas companhias que tivessem ingressado no mercado *após* a entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00.

O art. 35-A, por sua vez, estabeleceu que "*a pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.*"

Apesar de sua louvável finalidade, o art. 35-A não soluciona o problema operacional resultante da adoção das *ações em circulação* como base de cálculo para o limite de 1/3.

Em primeiro lugar, os ajustes não deveriam ser feitos apenas mediante requerimento do acionista controlador. A CVM tem competência para fazê-lo de ofício, ao avaliar, concretamente, se uma aquisição do controlador terá ou não atingido o limite de 1/3 das ações em circulação.[368]

Em segundo lugar, o art. 35-A estabeleceu um rol *limitado* de hipóteses que autorizariam a realização de ajustes na base de cálculo.

Nesse sentido, eventos relevantes não foram mencionados no dispositivo em questão.

Pense-se, por exemplo, na celebração de acordos de acionistas: não se trata de aumento de capital, de oferta pública de distribuição, tampouco de operação societária. Ainda assim, se o acionista controlador celebrar um acordo de acionistas com o minoritário

---

mercados de valores mobiliários. (...) Em relação às dificuldades que possam surgir por conta de aumentos de capital ou operações societárias ocorridas desde tais eventos, a CVM optou por incluir uma previsão de que poderá admitir ajustes em função de tais fatores, após a análise de cada caso." (grifou-se) Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0210-relatorio.doc>. Acesso em 11 de julho de 2015.

[368] A própria autarquia reconheceu essa possibilidade. Cf., nesse sentido, o Processo Administrativo CVM n° RJ 2014/4393 (Caso Cremer), Rel. SRE, julgado em 03 de junho de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D02.html>.

titular de 20% do capital votante, em questão de segundos a quantidade de ações em circulação diminuirá significativamente.

Imagine-se, ainda, a hipótese em que os administradores e o próprio acionista controlador alienem ações da companhia em mercado; ou na hipótese em que um acionista desvincula-se do bloco de controle, tornando-se acionista minoritário da companhia.

A redação do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 não alcançaria, em princípio, nenhum desses cenários – o que é um claro equívoco, já que todos eles provocariam alterações na quantidade de ações em circulação.

6.6.2.2. Fórmula elaborada no caso Suzano

Tendo em vista o limitado alcance do art. 35-A, a área técnica da CVM propôs, em um caso concreto,[369] uma *fórmula* para tratar da questão.

A fórmula foi acolhida pelo Colegiado, embora não esteja refletida em absolutamente *nenhuma* regra ou sequer parecer de orientação da autarquia.

Em sua concepção original, a fórmula tinha o seguinte enunciado:

$$L(1/3) = 1/3\ (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$$

Sendo:

L(1/3) – o limite de 1/3 previsto nos artigos 15, I, e 26 da Instrução CVM nº 361/02;

AC00 – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5 de setembro de 2000, ou no momento em que a companhia realizou sua oferta pública inicial (cf. art. 26, §5º);

AAC – número adicional de ações da classe ou espécie colocadas em circulação a partir de 5 de setembro de 2000, em decorrência de (a) aumentos de capital com subscrição de ações; (b) bonificações em ações; (c) alienação de ações pela própria

[369] Cf. o Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/13241 (Caso Suzano), Rel. Otavio Yazbek, julgado em 19 de abril de 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419_R1/20110419_D08.html>.

companhia objeto em negociação com ações em tesouraria; e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3;

ARC – o número de ações da classe ou espécie *retiradas* de circulação a partir de 5 de setembro de 2000, em decorrência de (a) resgate, amortização ou reembolso; (b) recompra de ações para manutenção em tesouraria ou cancelamento; (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3;

AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas pelo controlador ou por pessoa vinculada, a partir de 5 de setembro de 2000, *por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias*; e

AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/pessoa vinculada, desde 5 de setembro de 2000.

Naquela oportunidade, o Colegiado ressaltou que a fórmula poderia, em linha com a sugestão da área técnica, "*nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza*", sem prejuízo de esforços visando a "*aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor*."[370]

Por um lado, a fórmula se presta a um propósito elogiável: tornar objetiva a aplicação do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, visando a reduzir incertezas quanto aos ajustes cabíveis na base de cálculo adotada para a fixação do limite de 1/3.

O problema é que, paradoxalmente, o efeito produzido pela fórmula parece ter sido o *oposto* do pretendido.

Em primeiro lugar, porque a fórmula, como dito, não está refletida em nenhuma regra ou parecer de orientação da autarquia. Portanto, ela não vincula a área técnica, tampouco o colegiado em casos futuros – embora possa servir como *ponto de partida*.

[370] Cf. o Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/13241 (Caso Suzano), Rel. Otavio Yazbek, julgado em 19 de abril de 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419_R1/20110419_D08.html>.

Nesse sentido, ao julgar casos concretos, a área técnica já se deparou com situações que revelaram as limitações da fórmula. Em face disso, a postura da área técnica foi a de *mudar a fórmula*, aplicando-a *ao caso que ensejou a mudança*, provocando grave insegurança jurídica.[371]

Em segundo lugar, dificilmente se poderá elaborar uma fórmula que abranja todos os possíveis e imagináveis eventos que podem provocar variações na quantidade de ações em circulação.

Na verdade, as limitações da fórmula e a insegurança jurídica que provoca não devem ser atribuídas à área técnica ou ao Colegiado da CVM, mas à própria adoção de uma base de cálculo variável por natureza para a fixação do limite de 1/3.

Além do problema operacional mencionado, a adoção das ações em circulação como parâmetro apresenta outros problemas igualmente relevantes.

6.6.2.3. Equiparação de contextos distintos

O critério adotado pela Instrução CVM nº 361/02 parte de uma falsa premissa: a de que a aquisição de 1/3 das *ações em circulação* ocasionará o *mesmo efeito* – um "impedimento de liquidez" – sobre *companhias que possuem percentuais distintos de ações em circulação*.

Nesse sentido, aplica-se a presunção tanto à companhia que tiver 49% de suas *ações em circulação*; quanto à companhia que tiver 3% de suas ações em circulação.

Mas há, nesses exemplos, uma diferença relevante: na primeira companhia, após a aquisição de 1/3 das ações em circulação, permanecerão em circulação ações representativas de aproximadamente 32,66% do capital; na segunda companhia, permanecerão em circulação ações representativas de apenas 2% do capital social. Como dizer que em ambas ocorreu um "*impedimento de liquidez*"?

Mais do que isso: pode ser que, no primeiro exemplo, o impacto negativo sobre a liquidez seja *maior* do que no segundo.

[371] Cf. o referido Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/12089, pendente de julgamento pelo Colegiado.

E a razão é simples: em ambos os casos, o simples aumento de participação do controlador não diz absolutamente nada sobre uma característica – liquidez – que tem como atributos a *velocidade* de negociação de um ativo; a *quantidade* de negócios, o *impacto sobre o preço* dos ativos; e os *custos de negociação*.

6.6.2.4. Assimetria quanto à autorregulação

Como mencionado no Capítulo 3, os regulamentos de listagem dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA estabelecem um *percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação*.

Entre os propósitos da regra, está o de *estimular a liquidez das ações*, por meio da dispersão acionária[372] – ainda que, também aqui, o *meio* seja inadequado para os fins a que se propõe, tendo em vista que a mera manutenção de percentual de ações em circulação não necessariamente propicia liquidez.

O critério adotado para esse fim é substancialmente diferente daquele empregado pela Instrução CVM nº 361/02.

A principal diferença refere-se justamente à *base de cálculo* sobre a qual se deve calcular a conduta do acionista controlador.

Ao contrário da Instrução CVM nº 361/02, que faz referência a um momento específico da vida social, os regulamentos de listagem dos segmentos especiais estabelecem uma base de cálculo que não está sujeita a variações diárias: o capital social.

Para os fins dos regulamentos, o que importa é que a quantidade de ações em circulação corresponda a 25% *do capital social, a qualquer tempo*.

Assim, com a aprovação de um aumento ou redução de capital, a base de cálculo será alterada automaticamente, e consequentemente o número de ações correspondentes a 25%. Não se coloca, portanto, o problema da data base – já que as oscilações não são tão frequentes.

A diferença de critérios pode dar origem a uma situação inusitada (para dizer o mínimo): em certas companhias listadas em segmento especial, a variação de participação

[372] Veja-se, nesse sentido, Ofício Circular 059/2012-DP da BM&FBovespa, de 13 de novembro de 2012.

do acionista controlador pode, para os fins da regulamentação, caracterizar um "*impedimento de liquidez*"; sem que isso resulte em um descumprimento da regra do regulamento de listagem; e vice-versa.

Dito de outra forma: a companhia atende a um requisito mais restritivo, considerado adequado para ao menos *estimular* a liquidez do mercado acionário, imposto pela autorregulação apenas às companhias que aderiram a segmentos específicos; mas, ao mesmo tempo, verifica-se um "impedimento de liquidez", pelos critérios regulamentares.

6.7. SEGUNDA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 10% DAS AÇÕES DE DETERMINADA CLASSE OU ESPÉCIE, SEM ATINGIMENTO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

A segunda hipótese que caracteriza um "*impedimento de liquidez*" para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. está prevista no §1º do art. 26 da Instrução 361.[373]

Há, essencialmente, duas diferenças relevantes entre a hipótese prevista no *caput* do art. 26 (examinada no item anterior) e aquela prevista no §1º do mesmo dispositivo.

A primeira diferença reside no fato de que a norma do §1º não tem incidência automática.

Com efeito, sua aplicação está condicionada *a uma decisão da CVM*.[374] Para esse fim a CVM deverá examinar, em primeiro lugar, os requisitos objetivos enumerados no §1º. Caso eles se configurem, a CVM *poderá* determinar a realização de uma OPA por aumento de participação "*caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da*

[373] "Art. 26. §1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida."

[374] Cf. MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2014, apresentado no Processo CVM nº RJ-2014-6527, julgado em 5 de setembro de 2014. Nesse sentido: "Note-se que, ao contrário do que ocorre com a hipótese descrita no caput do artigo 26 da Instrução, a realização da OPA por aumento de participação não se torna obrigatória pela simples configuração dos requisitos acima elencados. Conforme dispõe o § 1º do aludido dispositivo, uma vez constatada a presença de tais requisitos, a CVM poderá, no prazo de 6 (seis) meses, determinar a realização da OPA, caso entenda que a aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie ou classe adquirida."

comunicação da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida."

O problema desse critério salta aos olhos: o art. 26, §1º, da Instrução CVM nº 361/02 é redundante. Ele estabelece que a CVM *poderá* determinar a realização de uma OPA – que tem como fundamento um "impedimento de liquidez" – caso ela entenda que ocorreu um "*impedimento de liquidez*". Mas, para esse fim específico, a Instrução não fixou um parâmetro objetivo.

Em outras palavras: na hipótese do §1º, caberá à CVM fazer um juízo com base em elementos meramente *circunstanciais*.

Em segundo lugar, a diferença do §1º para o *caput* do art. 26, da Instrução CVM nº 361/02 é a *base de cálculo* adotada para estabelecer a presunção de liquidez. Na hipótese do §1º, o que importa é saber se as ações adquiridas pelo acionista controlador correspondem a um *percentual* do *total de ações de cada classe e espécie*.[375]

De todo modo, o exame do dispositivo parece ser essencialmente acadêmico. Até hoje, não se tem notícia de um caso em que a CVM tenha determinado a realização de uma OPA por aumento de participação com base no §1º do art. 26.[376]

6.8. CONTEÚDO DA OBRIGAÇÃO E PROCEDIMENTO ALTERNATIVO

6.8.1. OPA por Preço Justo

Caso se verifiquem os requisitos de incidência previstos no art. 4°, §6°, da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/02, o acionista controlador estará obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação.

[375] Nos termos do voto proferido pelo então Diretor Wladimir Castelo Branco: "Entendo, da mesma forma que a PJU, que limite referido dos 10% estabelecido no § 1º do artigo 26 da Instrução refere-se à participação no capital social da empresa e não às ações em circulação, cuja previsão está contida no caput do artigo." Cf. Processo CVM nº RJ2002/02608, julgado em 13 de agosto de 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020813_R1/20020813_D05.html>

[376] A despeito de, como indicado na nota anterior, o colegiado ter se manifestado sobre o tema no âmbito do Processo CVM nº RJ2002/02608, julgado em 13 de agosto de 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020813_R1/20020813_D05.html>.

A OPA deverá ser dirigida a todos os acionistas titulares da espécie ou classe de ações em que se verificou o aumento de participação, visando à aquisição "*da totalidade das ações remanescentes no mercado*".

Esta é mais uma diferença em relação à OPA prevista na Instrução CVM n° 299/99, para a qual se poderia fixar um número máximo, inferior à totalidade das ações de determinada classe ou espécie – o que fazia sentido em uma OPA *para* Aquisição de Participação.

E não poderia ser diferente: a finalidade da regra é assegurar aos acionistas minoritários um evento de liquidez caso ocorra uma concentração acionária que provoque, potencialmente, impactos negativos sobre a liquidez de determinada classe ou espécie de ações. Essa finalidade somente poderia ser alcançada se o evento de liquidez fosse assegurado a todos os acionistas afetados pela concentração, indistintamente.

6.8.1.1. Incompatibilidade com o art. 15 da Instrução CVM nº 361/02

É importante notar que a finalidade mencionada parece ser incongruente com o teor do art. 15 da Instrução CVM nº 361/02, examinado no capítulo anterior.

Como explicado, o art. 15 estabelece que o acionista controlador somente poderá adquirir até 1/3 das ações em circulação caso o número de aceitantes da OPA seja inferior a 2/3 das ações em circulação.

Essa regra tem a finalidade de proteger a liquidez das ações remanescentes. O problema é que o pressuposto da OPA por aumento de participação é o de que ocorreu um "impedimento de liquidez".

Desse modo, o rateio dos acionistas minoritários que aceitassem a oferta corresponderia a impor-lhes um duplo ônus: o de ter a liquidez *supostamente* prejudicada pelo evento que atraiu a incidência da OPA; e o de não poder alienar *todas* as ações no evento de liquidez (a própria OPA) pensada para esse fim.

6.8.1.2. Preço Justo

Além disso, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. também estabelece que a OPA deve ser realizada "*por preço determinado nos termos do §4°*".

Desse modo, a OPA deve ser lançada por "*preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da Companhia*".

Para esse fim, a avaliação deve ser feita com base nos mesmos critérios estabelecidos para a OPA de cancelamento, examinados no capítulo anterior.[377]

Caso os acionistas minoritários exerçam o direito de requerer o procedimento de revisão, a depender do valor apurado pelo novo laudo, o acionista controlador poderá desistir da oferta e utilizar o procedimento alternativo previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02.[378]

6.8.2. Procedimento Alternativo

O art. 28 da Instrução 361 prevê uma alternativa à realização de uma OPA por aumento de participação.

De acordo com esse dispositivo, o acionista controlador poderá "*solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição*."

Como se pode ver, o art. 28 estabelece um caminho em princípio menos oneroso ao acionista controlador, que poderá recompor a quantidade mínima de ações em circulação sem realizar uma OPA.

Ocorre que a abrangência do dispositivo em questão não é clara.

---

[377] Ou seja, conforme dispõe o art. 4º, §4º, da Lei das S.A., "*com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta*".

[378] Cf. art. 5º, §1º; e art. 27 da Instrução CVM nº 361/02: "Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida: (...) §1º Será ainda lícito ao ofertante desistir da OPA para cancelamento de registro e da OPA por aumento de participação, na hipótese de revisão do preço da oferta por força do procedimento previsto no art. 4o -A da Lei 6.404, de 1976, aplicando-se, em tais hipóteses, respectivamente, as regras dos arts. 24, inciso IV, e 28 desta Instrução. (...) Art. 27. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei 6.404/76, não será permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 28. Parágrafo único. A revisão do preço da OPA adotará os procedimentos estabelecidos nos arts. 23 e 24".

Mais especificamente, discute-se quais seriam os *meios adequados* para que se realize o procedimento alternativo: tratar-se-ia necessariamente de uma venda de ações, ou qualquer meio idôneo seria suficiente?

A interpretação literal do dispositivo poderia levar à conclusão de que a alternativa consistiria exclusivamente em uma alienação de ações.

No entanto, sua interpretação finalística levaria a conclusão diversa, admitindo-se outros meios de recomposição – *e.g.* a realização de aumento de capital com cessão dos direitos de subscrição (e a consequente *diluição* do acionista controlador); a incorporação de sociedade que tivesse acionistas não vinculados ao controlador (também uma hipótese de diluição); e assim por diante.

Não se trata de questão meramente teórica. O tema foi submetido em mais de uma oportunidade ao Colegiado da CVM, que adotou a interpretação finalística exposta acima – sem necessariamente estabelecer solução definitiva para os casos futuros.[379]

6.9. APRECIAÇÃO CRÍTICA: QUO VADIS?

O art. 4º, §6º, da Lei das S.A. busca coibir a prática de atos, pelo acionista controlador, que "impeçam a liquidez de mercado" das ações de determinada espécie ou classe.

Para esse fim, o dispositivo em questão atribui à CVM competência para definir a "porcentagem" que, uma vez atingida, caracterizaria um "impedimento de liquidez".

Com base no que se expôs ao longo deste capítulo, impõem-se duas conclusões: as regras instituídas para proteger a *liquidez de mercado* **(a)** são inefetivas; e **(b)** causam insegurança jurídica.

6.9.1. Inefetividade: Crítica à Lei das S.A.

Sua *inefetividade* decorre, em primeiro lugar, do *pecado original* cometido pela Lei das S.A. – a qual, como visto, elegeu um *meio inadequado à finalidade perseguida*.

[379] A questão foi discutida tanto no Processo RJ 2006/8591, julgado em 28 de junho de 2007 (Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070628_R1/20070628_D12.html>, quanto no Processo CVM nº 2014/12977, julgado em 10 de fevereiro de 2015, disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20141216_R1/20141216_D07.html>.

Não se pode tratar de um fenômeno complexo como a *liquidez de mercado* – determinada pelo comportamento dos investidores, pela microestrutura do mercado e pelas demais variáveis expostas no Capítulo 2 – a partir de um único aspecto: a fixação abstrata de um limite para a participação detida pelo acionista controlador.

A própria CVM fez essa constatação em mais de uma oportunidade.

No Processo CVM nº RJ2005/2789, por exemplo, a área técnica da autarquia afirmou, categoricamente, que "*a liquidez de mercado das ações remanescentes jamais foi afetada pela retirada de circulação das ações de titularidade* (...)" de acionista minoritário.[380]

Ainda assim, determinou-se a realização da OPA por aumento de participação, tendo em vista que o "*limite objetivo de 1/3*" fora ultrapassado; e que inexistia "*critério diverso para aferição da redução da liquidez das ações remanescentes*". Há outros exemplos no mesmo sentido.[381]

A autarquia dificilmente poderia ser mais clara quanto a esse ponto do que foi no Memorando que acompanhou a edição do Parecer de Orientação nº 36/08.[382]

Discutia-se, naquela ocasião, a regularidade de cláusulas estatutárias que dificultariam a exclusão de "mecanismos de proteção à dispersão acionária" – as chamadas *poison pills* – do estatuto social de diversas companhias que foram ao mercado nos anos 2000.

---

[380] J. em 9 de aogsto de 2005. Relator: SRE/GER-1. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2005/20050809_R1/20050809_D07.html>

[381] Para citar um exemplo recente: Processo CVM nº RJ2011/2817, julgado em 2 de agosto de 2016. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160802_R1/20160802_D7695.html>. Voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira: "*Os precedentes do Colegiado são claros em afirmar que, para que se torne obrigatória uma OPA por aumento de participação, o critério a ser observado é aquele previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002. Ademais, os precedentes também demonstram que a sua verificação é objetiva, ou seja, que a sua análise ocorre de maneira independente de qualquer outro juízo sobre o grau de liquidez das ações em circulação de determinada companhia.*" Processo CVM RJ2012/14764, julgado em 30 de julho de 2013. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130730_R1/20130730_D15.html>. Voto do então Diretor Otávio Yazbek: "*A meu ver, nem o § 6º do art. 4º da Lei n.º 6.404/1976 nem a Instrução CVM n.º 361/2002 estabelecem a intenção de "diminui[r] a liquidez" como um dos elementos necessários à deflagração da OPA por aumento de participação. O que, na verdade, se tem é a lei prevendo, como hipótese de incidência das regras relativas à OPA por aumento de participação, a redução da liquidez das ações em mercado perpetrada por controlador e a Instrução da CVM concretizando o critério para se aferir quando há e quando não há essa redução de liquidez.*"

[382] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>

Ao refletir sobre o problema, a autarquia indagou, hipoteticamente, se o objetivo das *poison pills* não seria, na verdade, o de proteger a *liquidez acionária*, ao invés da *dispersão*.

A resposta dada foi a de que aquela cogitação poderia ser "*facilmente refutada*", tendo em vista que "*o gatilho das poison pills – aquisição de um percentual das ações em circulação da companhia – não tem necessária relação com a liquidez*".

Afirmou-se, ainda, que "*mesmo companhias cujo maior acionista é titular de mais de 51% do capital podem ter bastante liquidez, como demonstra o histórico do mercado acionário brasileiro*"; e que, por outro lado, "*ações de companhias cuja propriedade é totalmente dispersa podem ter liquidez reduzida, como demonstra nossa experiência recente.*"

Em outras palavras: o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. tentou alcançar um atributo dinâmico e multidimensional *exclusivamente* por meio de um percentual fixado abstratamente. Este foi o seu equívoco.

Além disso, a regra desperta problemas interpretativos relevantes, examinados ao longo deste capítulo.

Esses problemas resultam, especialmente, do fato de que o dispositivo em questão foi pensado para resolver um problema específico, em um contexto econômico específico – o *fechamento branco de capital*.

Contudo, enquanto permanecer em vigor, o dispositivo será aplicado a todas as companhias abertas – em contextos não imaginados pelo legislador, como o de companhias sob controle compartilhado ou minoritário; ou, ainda, de companhias listadas em segmentos especiais que exigem a manutenção de quantidade mínima de ações em circulação.

6.9.2. Insegurança Jurídica: Crítica à Regulamentação

A Lei das S.A., ao tratar do tema como o fez, criou uma situação de *inadequação dos meios aos fins*. Mas é provável que a CVM, ao regulamentar a norma legal, tenha, em alguma medida, contribuído para que as dificuldades se agravassem.

É que, como visto, o principal critério adotado pela CVM para caracterizar uma hipótese de "*impedimento de liquidez*" foi a aquisição de parcela das *ações em circulação*.

Ocorre que a quantidade de ações em circulação pode variar diariamente, em razão de uma miríade de eventos. Disto resulta uma permanente dificuldade: a de se determinar a data base em que o limite de 1/3 deve ser calculado.

Na prática, as mudanças de soluções a cada novo caso ocasionam insegurança jurídica: ao calcular o limite com base na última fórmula adotada, o acionista controlador não terá certeza de que uma nova variável não será utilizada.

Nesse sentido, ainda que sua missão estivesse desde o princípio sujeita a um risco de efetividade – decorrente da restrita margem de discricionariedade que lhe foi atribuída pelo art. 4º, §6º, da Lei das S.A. – a CVM poderia ter adotado uma solução *mais simples* sob o ponto de vista operacional.

Ela poderia, por exemplo, ter adotado uma base de cálculo fixa: ao invés da "aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação"; bastaria estipular um percentual de referência com base no total de ações de cada classe e espécie em circulação. Uma vez atingido o percentual, a OPA seria obrigatória. O critério evitaria dúvidas interpretativas que são rediscutidas a cada novo caso apreciado pela CVM – *e.g.* quais eventos devem ser refletidos na base de cálculo; qual a data base, e assim por diante.

Mas por que a CVM não adotou esse critério desde o princípio se, como dito, ele foi discutido durante a audiência pública que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 361/02?

A resposta é, no mínimo, interessante e confirma o que se disse quanto ao *pecado original* cometido pela Lei das S.A.: para muitos participantes do mercado que participaram da audiência pública, o critério percentual seria inadequado para que se aferisse a *liquidez* das ações – já que este atributo não poderia ser avaliado apenas com base na quantidade de ações em circulação no mercado.

Essa crítica está, sem dúvidas, correta. O problema é que a adoção da "aquisição de 1/3 das ações em circulação" como critério não apenas não resolve o problema; como ela o agrava, pela insegurança jurídica que inegavelmente ocasiona.

O que fazer, então?

6.9.3. *Quo Vadis*?

A pergunta não comporta uma resposta categórica.

Não é possível criar regras regulatórias sem avaliar, concretamente, os seus potenciais impactos econômicos. Não se trata de tarefa a ser desenvolvida em laboratório, mas no mundo real, com a participação de todos os interessados. Do contrário, beirar-se-ia a irresponsabilidade.

De todo modo, com base no que se expôs, há ao menos possíveis diretivas a serem observadas para uma reformulação do arcabouço normativo vigente.

Em primeiro lugar, o §6º do art. 4º da Lei das S.A. não deveria restringir a caracterização de uma hipótese de "impedimento de liquidez" ao mero *atingimento de uma participação acionária*.

É preciso abrir espaço a outros critérios, igualmente relevantes para que se mensure a liquidez do mercado acionário: a quantidade de acionistas, o volume de negócios, o volume financeiro representado pelas ações em circulação, e assim por diante.

Além disso, é preciso reconhecer que as próprias companhias e os participantes do mercado estão em melhor posição do que o legislador para mensurar a liquidez de cada ação específica.

Nesse sentido, a Lei das S.A. deveria permitir aos estatutos sociais que disciplinassem a matéria – por exemplo, fixando os parâmetros que configurariam um "impedimento de liquidez" em cada caso.

O estatuto poderia, inclusive, *afastar* a incidência da OPA. E essa flexibilidade seria justificável por uma razão simples: é mais do que comprovado – e o exemplo do mercado brasileiro é farto nesse sentido – que mecanismos de proteção a acionistas minoritários têm reflexos diretos sobre a precificação da companhia. Quanto melhores forem os mecanismos, menor será o seu custo de capital; e vice-versa.

Quanto à atuação do regulador, parece fundamental estancar a fonte de inseguranças: o principal critério atualmente em vigor para que se caracterize um "impedimento de liquidez".

Uma alternativa adequada nesse sentido seria alterá-lo para que se estabeleça um percentual mínimo de ações a serem mantidas em circulação, calculado com base no *total de ações de cada classe e espécie*. Acabariam as dúvidas quanto ao limite do controlador, à data base, e assim por diante.

Não é difícil antever a primeira objeção hipotética a essa proposta: o que fazer em relação às companhias que já estiverem no mercado, e nas quais o acionista controlador tenha participação superior àquela que vier a ser fixada como limite?

A pergunta é pertinente e as dificuldades dessa natureza são próprias das mudanças do arcabouço regulatório. Uma alternativa seria prever – não sem maiores reflexões e refinamento – *percentuais escalonados*. Por exemplo: para as companhias em que, na data da alteração, a quantidade de ações em circulação correspondesse a um valor entre 10% e 15% do total de cada espécie ou classe, o *limite mínimo* de ações em circulação seria de 10%; para aquelas em que a quantidade correspondesse a um valor compreendido entre 15% e 20% do total de cada classe e espécie, o *limite mínimo* seria de 15%; e assim sucessivamente.

Desse modo, sem que se impusesse um ônus ao acionista controlador, assegurar-se-ia que sua participação não se tornaria ainda mais concentrada – ainda que, repita-se, nada disso resolva, por si só, o problema da *inefetividade dos meios aos fins*.

7. CONCLUSÕES

Ao longo desta tese, as principais conclusões e propostas apresentadas foram as seguintes:

01. *Liquidez* é um atributo que comporta diversas dimensões. Trata-se, em síntese, da possibilidade de se negociar grandes quantidades de um ativo rapidamente, sem causar impactos relevantes sobre o seu preço, com baixos custos de negociação. Afirma-se que mercados líquidos são caracterizados por sua profundidade, amplitude e resiliência.

02. Mensurar a liquidez do mercado acionário não é tarefa simples. Na literatura econômica, discute-se qual seria o método mais adequado para esse fim. Há, de todo modo, elementos que indicam se determinada ação é mais ou menos líquida: a diferença entre as cotações de ordens de venda e de ordens de compra (o chamado *bid-ask spread*); o volume de negócios realizados; o volume financeiro representado pelas ações em circulação; a quantidade de acionistas que compõem a base financeira; a inclusão da ação em índice de liquidez divulgado por bolsa de valores; e assim por diante.

03. Mercados líquidos proporcionam vantagens não apenas aos acionistas, mas também às companhias abertas. Entre essas vantagens, figuram a redução dos custos de captação de recursos; a redução da volatilidade, que torna as ações menos suscetíveis a manipulações; a maior atratividade dos planos de remuneração baseados em ações; e a possibilidade de acesso a segmentos especiais de listagem em diferentes bolsas de valores ao redor do mundo.

04. Há, essencialmente, três grandes fatores que influenciam a liquidez do mercado acionário: o comportamento dos investidores; a microestrutura do mercado; e o arcabouço normativo vigente. Cada um deles abrange uma enorme variedade de temas – *e.g.* o funcionamento dos sistemas de negociação; a atuação dos mecanismos de negociação em alta frequência; a regulamentação aplicável a intermediários que fomentam a liquidez do mercado acionário de forma profissional, e assim por diante.

05. Além dos fatores mencionados, há aspectos específicos de cada mercado que afetam sua liquidez. Nesse sentido, em mercados emergentes, um dos principais

aspectos que causam impactos negativos sobre a liquidez é a chamada *concentração* acionária – entendida como a predominância de companhias controladas por um acionista que é titular de mais da metade do capital votante.

06. No contexto de mercados concentrados, o direito societário cumpre o importante papel de disciplinar potenciais conflitos entre acionistas controladores e minoritários. Esses conflitos podem repercutir sobre a liquidez das ações, tendo em vista, entre outros motivos, que o acionista controlador pode atuar de maneira indiferente a esse atributo, na medida em que a titularidade do controle implica, por si só, um sacrifício de liquidez.

07. No Brasil, a Lei das S.A. reconheceu o papel central do acionista controlador na formação da vontade social. Ademais, ela consagrou o chamado princípio majoritário, tendo instituído poucas exceções a esse princípio. Por outro lado, ela assegura a acionistas minoritários eventos de liquidez (*e.g.* o direito de recesso ou a obrigação, imposta ao controlador, de realizar uma OPA) em certas deliberações que causam impactos relevantes sobre a companhia.

08. O acionista controlador pode causar impactos negativos sobre a liquidez das ações essencialmente de duas maneiras: (a) ao exercer o poder de controle, tomando a decisão *(i)* de cancelar o registro de companhia aberta; *ou (ii)* de realizar reorganização societária ao fim da qual a base acionária de companhia aberta seja compelida a migrar para companhia fechada; e (b) ao aumentar sua participação e provocar um estreitamento do mercado.

09. Tanto na hipótese de cancelamento de registro quanto na de reorganização societária, o fechamento de capital provoca duas graves consequências aos acionistas minoritários: a perda de acesso ao mercado secundário – pressuposto indispensável de liquidez; e a mudança do regime jurídico aplicável às relações societárias, tendo em vista que deixa de incidir o regime próprio das companhias abertas. Trata-se, portanto, de situações com efeitos econômicos e jurídicos substancialmente semelhantes.

10. Em relação ao *cancelamento de registro*, a regulamentação instituiu, desde o final dos anos 70, mecanismos de proteção *econômica* e *política* aos acionistas minoritários.

11. Os mecanismos de proteção *econômica* consistem, atualmente, (a) na obrigação, originalmente imposta apenas ao acionista controlador, de realizar uma OPA para cancelamento de registro, por preço justo, nos termos do art. 4º, §4º, da Lei das S.A.; e (b) na possibilidade de se requerer a revisão do preço da OPA, nos termos do art. 4º-A da Lei das S.A.

12. A proteção *política*, por sua vez, decorre da possibilidade, assegurada aos acionistas minoritários exclusivamente pela via regulamentar, de impedirem o cancelamento de registro, caso não ocorra adesão mínima à OPA para cancelamento de registro.

13. O mecanismo em questão representa exceção à estrutura de organização do poder estabelecida pela Lei das S.A. Com efeito, o acionista controlador não tem a última palavra quanto à decisão de cancelar o registro – embora ele a tenha na imensa maioria de decisões igualmente relevantes para a vida social, como a mudança do objeto social, a realização de reorganização societária ou a alienação de ativos do acervo social.

14. Em princípio, a introdução de exceções como aquela no ordenamento societário vigente devem ser feitas por via legislativa, e não apenas por meio da regulamentação – especialmente porque a Lei das S.A., desde a reforma promovida pela Lei nº 10.303/01, prevê apenas *uma* condição para que se proceda ao cancelamento de registro: a referida realização de OPA por preço justo (art. 4º, §4º). Quando menos, a regulamentação vigente deveria estabelecer hipóteses de exceção ao requisito de aceitação mínima da OPA para cancelamento, evitando que acionistas titulares de pequena parcela do capital social tivessem o poder de impedir o cancelamento de registro.

15. Quando se trata de fechamento de capital resultante de reorganização societária, não há mecanismo destinado à proteção política dos acionistas minoritários. Prevalece, nesse caso, o princípio majoritário – em linha com a regra geral estabelecida na Lei das S.A.

16. Além disso, a proteção econômica, nessa hipótese, é feita por meio da possibilidade de exercício do direito de recesso. Salvo disposição estatutária em sentido diverso, ou caso se trate de reorganização societária sobre a qual incida o art. 264 da Lei

das S.A. (no momento da deliberação, e não após o transcurso do prazo a que se refere o §3º do art. 223), o valor do reembolso deve ser calculado na forma do art. 45 da Lei das S.A., isto é, com base no valor do patrimônio líquido contábil da companhia, sem possibilidade de interferência (revisão) por parte dos acionistas minoritários.

17. Constata-se, assim, a existência de uma assimetria: o arcabouço vigente trata de forma distinta duas situações que provocam os mesmos graves efeitos sobre os acionistas minoritários e sobre a liquidez de suas ações. Para uma situação, como visto, há possibilidade de veto e de adoção de diversos critérios econômicos para a fixação do preço do evento de liquidez (a OPA); para outra, não há veto e o evento de liquidez (recesso) deve, como regra geral, ser calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil da companhia – que até pode ser o melhor critério em certos casos, mas em muitos será insuficiente.

18. Diante disso, propõe-se a uniformização dos tratamentos assegurados àquelas situações, de modo que também na hipótese de fechamento de capital resultante de reorganização societária o evento de liquidez possa ser precificado com base em diferentes critérios econômicos – a exemplo do que ocorre na OPA para cancelamento de registro. Adicionalmente, ambas as hipóteses devem observar o princípio majoritário, que é a regra geral da Lei das S.A., e os mecanismos de proteção criados especificamente para coibir abusos por parte do acionista controlador (como o regime próprio de responsabilidades estabelecido na Lei das S.A.).

19. A segunda forma pela qual o acionista controlador pode prejudicar a liquidez do mercado acionário consiste no aumento de sua participação, por meio de aquisições realizadas em bolsa e fora dela, o que poderia provocar o estreitamento do mercado. Essa situação ocorreu com alguma frequência nos anos 90, ficando conhecida como "fechamento branco de capital". A iliquidez provocada pelo "fechamento branco de capital" criava circunstâncias adversas de formação de preço, prejudicando acionistas minoritários.

20. A reação aos casos de "fechamento branco de capital" se deu tanto na esfera da regulamentação quanto na esfera da legislação. Nesse sentido, a Lei nº 10.303/01 acrescentou o §6º ao art. 4º da Lei das S.A., o qual determina que o acionista controlador

estará obrigado a realizar uma OPA caso aumente sua participação a uma "*porcentagem (...) que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes*". A Lei das S.A. atribui à CVM competência para definir a "*porcentagem*" a que se refere o dispositivo em questão.

21. Ao tratar do tema dessa maneira, a Lei das S.A. partiu de um pressuposto duvidoso: o de que a "*liquidez de mercado das ações remanescentes*" poderia ser mensurada apenas com base em um percentual de variação fixado abstratamente.

22. O problema dessa premissa está na tentativa de se estabelecer uma correlação necessária entre *concentração* e *liquidez* – a qual *pode* existir, mas *não necessariamente* existe, tendo em vista que *liquidez* é atributo multidimensional.

23. Nesse sentido, é possível que uma companhia tenha *liquidez* ainda que seu acionista controlador seja titular de elevado percentual de participação; assim como é possível que outras companhias não tenham *liquidez*, ainda que o acionista controlador detenha a metade do capital votante mais uma ação. Portanto, o *meio* adotado pela Lei das S.A. parece ser *inadequado aos fins* a que se propõe.

24. Além disso, o dispositivo em questão desperta problemas de interpretação, relacionados ao sentido e ao alcance do termo "acionista controlador" e das condutas abrangidas pelo verbo "adquirir". Em síntese, adota-se, nesta tese, a posição de que o dispositivo é aplicável apenas àquelas companhias em que há controle majoritário; e que uma "aquisição" apenas estaria compreendida pelo âmbito de incidência da regra caso (a) houvesse transferência da propriedade acionária ou das faculdades do domínio ao acionista controlador; e (b) a aquisição provocasse um *estreitamento do mercado*.

25. Quando a CVM regulamentou a matéria, ela estabeleceu que, para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A., (a) ocorreria um impedimento de liquidez quando o acionista controlador adquirisse mais de 1/3 das ações em circulação de determinada classe ou espécie; e (b) que *poderia ocorrer um impedimento de liquidez*, a ser apurado pela CVM, quando o acionista controlador adquirisse ações representativas de 10% de determinada classe ou espécie em um intervalo de um ano, sem atingir o limite de 1/3 das ações em circulação. A primeira hipótese é, de longe, a que mais desperta problemas práticos.

26. Nesse sentido, o critério adotado pela CVM reproduz o que se chamou, ao longo da tese, de "pecado original" da Lei das S.A.: ele também parte do pressuposto de que seria possível mensurar a liquidez de um ativo apenas com base em uma variação da quantidade de *ações em circulação* – conceito que também apresenta aspectos questionáveis.

27. Além disso, o critério gera insegurança jurídica, tendo em vista que a base de cálculo para fixação do limite de 1/3 – a quantidade de ações em circulação – é por natureza variável, impondo-se a realização de ajustes em razão de eventos societários que a alterem. Entretanto, não há uma métrica perfeita para a realização desses ajustes – que têm sido feitos com base em fórmula elaborada pela CVM no âmbito de sua jurisprudência. Apesar de sua louvável finalidade, a fórmula não está isenta de críticas.

28. Diante disso, propõe-se a revisão das normas que tratam da OPA por aumento de participação, de modo que (a) passem a considerar outros elementos relevantes para a mensuração da liquidez do mercado acionário, tais como a quantidade de acionistas de determinada companhia; o volume de negócios realizados; o volume financeiro representado pelas ações em circulação; entre outros; (b) atribuam maior discricionariedade às companhias para que estabeleçam parâmetros de liquidez em seus estatutos – que poderiam, inclusive, afastar a incidência da OPA por aumento de participação, conforme o caso; e (c) o cálculo da quantidade de ações mantidas em circulação seja feito com base no total de ações de cada classe e espécie emitidas, o que contribuiria para a redução da insegurança jurídica gerada pelos critérios adotados atualmente.

Este trabalho não tem, de forma alguma, pretensão de exaustividade.

Como se disse em relação a praticamente todos os temas examinados, há diversas perspectivas de abordagem e uma série de novos problemas que carecem de atenção.

De todo modo, se esta tese for apenas mais um pequeno passo para que a *liquidez* do mercado acionário seja tomada, com maior frequência, como objeto de estudos do direito societário, ela terá cumprido seu papel.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABERGEL, Frédéric; BOUCHAUD, Jean-Philippe; FOUCAULT, Thierry; LEHALLE, Charles-Albert; ROSENBAUM, Mathieu. **Market microstructure: confronting many viewpoints**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

AFFERNI, Vittorio. **Il mercato dei valori mobiliari**. Milão: Giuffré, 1991.

AGGARWAL, Reena. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. In: **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 15, Spring, 2002.

AGUILAR, Luis A. **The Need for Greater Secondary Market Liquidity for Small Businesses**. US Securities and Exchange Commission, Advisory Committee on Small and Emerging Companies, 2015. Disponível em http://www.sec.gov/news/statement/need-for-greater-secondary-market-liquidity-for-small-businesses.html. Acesso em 11 de abril de 2015.

AKERLOF, George A; SHILLER, Robert J. **Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception**. New Jersey: Princeton University Press, 2015.

AKERLOF, George. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *In*: **The Quarterly Journal of Economics**, Massachusetts: MIT Press, v. 84, n° 3, 1970.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. Guidelines on Going Private. *In*: **The Business Lawyer 37**, nº 1, 1981, p. 313 e ss .

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *In*: AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies. *In*: **Financial Market Portfolio Management**, v. 20, 2006, p. 19 e ss.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. Liquidity and Asset Prices. *In*: **Now Publishers Inc**, 2006

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; PEDERSEN, Lasse Heje. **Market liquidity: asset pricing, risk, and crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim; UNO, Jun. Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan. *In:* **The Journal of Finance 54**, nº 3, 1999, p. 1169 e ss.

ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran S. 3ª ed. **Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos**. São Paulo: Atlas, 2007.

ANDRIKOPOULOS, Panagiotis. Seasoned equity offerings, operating performance and overconfidence: Evidence from the UK. *In:* **Journal of Economics and Business**. Atlanta: Elsevier, v. 61, 2009.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). *In*: **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: 2002, p. 367 e ss.

ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses. *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR; Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ARAGÃO, Paulo Cézar. Aspectos Processuais da Legislação Societária. *In*: **Revista dos Tribunais**, v. 641, a. 78, 1989.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 29.

ASCARELLI, Túlio. **Ensaios e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1952.

ASCARELLI, Túlio. O Empresário. Tradução por Fábio Konder Comparato. *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo: Malheiros, n. 109, 1998.

ASCARELLI, Tulio. O Negócio Indireto. *In*: ASCARELLI, Tulio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 91 e ss.

ASCARELLI, Túlio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 2001.

ASCARELLI, Túlio. **Saggi di diritto commerciale**. Milão: Giuffrè, 1955.

ASCARELLI, Tulio. **Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione**. Milano: Giuffrè, 1952

ASCARELLI, Túlio. **Studi in tema di società**. Milão: Giuffrè, 1952.

ASCENSÃO, José de Oliveira. **O Direito: Introdução e Teoria Geral**. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Tradução por Fábio Konder Comparato. *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, n. 104, 1996.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005

BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysotomo de Oliveira (Orgs.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro | São Paulo: Contra Capa | ANBID, 2005.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporation Law and Economics**. New York: Foundation Press, 2002.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and Acquisitions**. New York: Foundation Press, 2003.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 17.

BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading.** 2nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014.

BAR-GILL, Oren; BARZUZA, Michal; BEBCHUK, Lucian A. The Market for Corporate Law. *In*: **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, v. 162, 2006.

BAROUK, Naima. **Der angemessene Preis im deutschen und französischen Übernahmerecht**. Berlin: Duncker & Humblot, 2008.

BEBCHUK, Lucian A. The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. *In*: **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 12, 1987, p. 911 e ss.

BEBCHUK, Lucian A.; NEEMAN, Zvika, Investor Protection and Interest Group Politic. *In:* **Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 603**, 2008.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark, A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *In:* **Stanford Law Review**, v. 52, 1999.

BEBCHUK, Lucian. Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. *In*: COFFEE JR, John C.; LOWENSTEIN, Louis; ROSE-ACKERMAN, Susan. **Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover**. Oxford University Press on Demand, 1988, p. 25 e ss.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2ª ed. New York: Transaction Publishers, 1991.

BERNSTEIN, Peter L. Liquidity, Stock Markets, and Market Makers. *In*: **Financial Management 16**, n. 2, 1987, p. 54 e ss.

BERTRAN, Luis de Carlos. **Regimen Juridico de las Ofertas Publicas de Suscripcion y Venta de Valores Negociables**. Madrid: Civitas Ediciones, 1998.

BEZZENBERGER, Tilman. **Das Kapital der Aktiengesellschaft**. Köln: Otto Schmidt Verlag, 2005.

BHIDE, Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *In*: **Journal of financial economics 34**, nº 1, 1993, p. 31 e ss.

BLACK, Bernard. Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis. *In:* **Northwestern University Law Review**, vol. 84.

BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *In*: **UCLA Law Review**, vol. 78, 2001.

BLACK, Bernard; GILSON, Ronald. Does venture capital require an active stock market? *In:* **Journal of Applied Corporate Finance**. Wiley, 1999.

BLACK, Fischer. Toward a Fully Automated Stock Exchange. *In*: **Financial Analysts Journal 27**, nº 6, 1971, p. 24 e ss.

BLACK, Fischer. Toward a Fully Automated Stock Exchange. *In*: **Financial Analysts Journal 27**, nº 4, 1971, p. 28 e ss.

BLAIR, Margaret M. **Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**. Washington: The Brookings Institution, 1995, p. 28 e ss.

BOBBIO, Norberto. Verso una teoria funzionalistica del diritto. *In*: **Dalla strutura alla funzione. Nuovi studi di teoria del diritto**. Milano: Edizione di Comunità, 1977.

BODEK, Haim. **The Problem of HFT: Collected Writings on High Frequency Trading & Stock Market Structure Reform**. California: Decimus Capital Markets, 2013.

BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. **Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: a história de um mercado**. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995.

BOLTON, Patrick; THADDEN, Ernst-Ludwig von. Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure. *In*: **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, v. 154, 1998, p. 177 e ss.

BONFIM, Antulio N. **Derivativos de crédito e outros instrumentos**. São Paulo: Elsevier, 2007.

BOOTH, James; SMITH, Richard H. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *In:* **Journal of Financial Economics**. Atlanta: Elsevier, vol. 15, 1986.

BOTTAZZI, L., DA RIN, M. Financing entrepreneurial firms in Europe: facts, issues, and research agenda. *In:* KEUSCHNIGG, C., KANNIAINEN, V. (eds.).**Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy**. Cambridge: MIT Press, 2005.

BOTTAZZI, Laura; DA RIN, Marco. Europe's 'New' Stock Markets. *In*: **EFA 2003 Annual Conference Paper**; IGIER Working Paper No. 218, 2002.

BOVESPA. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Junho/2000.

BRENNAN, Michael J; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets. *In:* **Journal of financial economics 38,** nº 3, 1995, p. 361 e ss.

BRUDNEY, Victor. A Note on "Going Private". *In*: **Virginia Law Review 61**, nº 5, 1975, p. 1019 e ss.

BRUE, Stanley L. **História do pensamento econômico**. Tradução por Luciana Penteado Miquelino. 6. ed. São Paulo: Cengage Learining, 2011.

BRUNNERMEIER, Markus K.; PEDERSEN, Lasse Heje. Market liquidity and funding liquidity. *In*: **Review of Financial studies 22**, nº 6, 2009, p. 2201 e ss.

BUCK-HEEB, Petra. **Kapitalmarktrecht**. 7. Auflage. Heidelberg: C.F. Müller GmbH, 2014.

BULGARELLI, Waldírio. **Proteção as minorias na sociedade anônima: à luz da nova lei das sociedades por ações lei 6.404, de 15 de dezembro**. São Paulo: Pioneira, 1977.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Aquisições Hostis de Controle Societário e Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária**. Tese de Láurea apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, § 1º, "b" da Lei 6.404/76). *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário II**, São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 249-303.

BUTLER, Alexander W.; GRULLON, Gustavo; WESTON, James P. Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. *In:* **Journal of Financial and Quantitative Analysis 40**, nº 2, 2005, p. 331 e ss.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia**. São Paulo: Almedina, 2011.

CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2ª edição. Coimbra: Almedina, 2011.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de Recesso e Existência de Titularidade Ininterrupta (art. 137, §1º). *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Org.). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de Registro e "Tag Along". *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 75 e ss.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Estudos de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 39 e ss.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CAO, Charles; FIELD Laura Casares; HANKA, Gordon. Does Insider Trading Impair Market Liquidity? Evidence from IPO Lockup Expirations. *In:* **Journal of Financial and Quantitative Analysis 39**, nº 1, 2004, p. 25 e ss.

CARPENTIER, Cécile; SURET, Jean-Mark. Bypassing the financial growth cycle: evidence from capital pool companies. *In:* **Journal of Business Venturing**. Atlanta: Elsevier, vol. 21, 2006.

CARTEA, Álvaro; JAIMUNGAL, Sebastian; PENALVA, José. **Algorithmic and high-frequency trading**. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 4ª ed. São Paulo: Freitas Bastos, vols. III e IV, 1945 e 1946.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. 1 – Arts. 1º a 74. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. 3 – Arts. 75 a 137. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2003

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil – Parte especial – Do direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2005.

CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta pública de aquisição de ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARY, William; EISENBERG Melvin A. **Cases and Materials on Corporations**. 7ª ed. New York: Foundation Press, 1995.

CASSAR, Galvin. The financing of business start-ups. *In:* **Journal of Business Venturing**. Atlanta: Elsevier, vol. 19, 2004.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarreto de. **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarreto de; EIZIRIK, Nelson. **Regulação e controle do mercado de capitais** (o papel da SEC na experiência norte-americana). Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Org.). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura; (Orgs.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CHEFFINS, Brian R. **Company Law**. New York: Oxford University Press Inc., 1997.

CHEMMANUR, T. J., Hu, GANG; HUANG, Jiekun. The role of institutional investors in initial public offerings. *In:* **Review of Financial Studies**. Oxford: Oxford University Press, vol. 23, 2010.

CHEMMANUR; Thomas J. United States Venture capital, private equity, IPOs, and banking: An introduction and agenda for future research. *In:* **Journal of Economics and Business**. Atlanta: Elsevier, vol. 62, 2010.

CHOI, Stephen J. Behavioral Economics and the Regulation of Public Offerings. *In:* **Lewis & Clark Law Review**. Portland: Lewis & Clark Law School. vol. 85, 2006.

CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. **Securities regulation: essentials**. Aspen: New York, 2008.

CHORDIA, Tarun; ROLL, Richard; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Order Imbalance, Liquidity, and Market Returns. *In*: LHABITANT, François-Serge; GREGORIOU, Greg N. **Stock market liquidity: implications for market microstructure and asset pricing**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

CHORDIA, Tarun; SARKAR, Asani; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. *In*: **Review of Financial Studies 18**, nº 1, 2005, p. 85 e ss.

CHORDIA, Tarun; SUBRAHMAYAM, Avanidhar; ANSHUMAN, V. Ravi. Trading Activity and Expected Stock Returns. *In:* **Journal of Financial Economics 59**, nº 1, 2001, p. 3 e ss.

CHOUA, Dewai; GOMBOLAB, Michael; LIUC, Feng-Ying. Long-run underperformance following private equity placements: The role of growth opportunities. *In*: **The Quarterly Review of Economics and Finance**, vol. 49, 2009.

CHUNG, Kee H.; ELDER, John; KIM, Jang-Chul. Corporate Governance and Liquidity. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 45**, nº 2, 2010, p. 265 e ss.

CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *In*: **The firm, the market and the law**. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COFFEE JR, John. Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets. *In:* **Columbia Law and Economics Working Paper No. 348**, 2009.

COFFEE JR, John. **Law and the Market: The Impact of Enforcement**, 2007.

COFFEE JR, John; SALE, Hillary. **Securities regulation: cases and materials**. 12. ed. New York: Foundation Press, 2012.

COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *In*: **Yale Law Journal**, v. 111, 2001, p. 1 e ss.

COFFEE JR., John. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. New York: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR., John. Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor. *In*: **Columbia Law Review**, vol. 91, n. 6, October 1991, pp. 1277 e ss.

COFFEE JR., John. Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure. *In*: **Journal of Corporation Law**, vol. 25, 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório Anual 2014**. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2014.pdf. Último acesso em 23 de outubro de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado**. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160719/0292.pdf>. Acesso em 18 de dezembro de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários**. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, 1979.

COMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR). **Micro-structural Issues of the European Equity Markets**. Paris, 2010. .

COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 106 e ss.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. Funções e disfunções do resgate acionário. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 120 e ss.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação de seu Objeto. In: **Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaios e Pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONROY, Robert M.; HARRIS, Robert S.; BENET, Bruce A. The Effects of Stock Splits on Bid-Ask Spreads. *In*: **The Journal of Finance 45**, n.4, 1990, p. 1285 e ss.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law & Economics**. 5. ed. Boston: Pearson Education, 2008.

COPELAND, Thomas E. Liquidity Changes Following Stock Splits. *In*: **The Journal of Finance 34**, n. 1, p. 1979, p. 115 e ss.

CORDEIRO, António Menezes. **Direito das Sociedades I – Parte Geral**. 3ª ed. rev. e ampl. Coimbra: Almedina, 2011.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; BRESSA, Aureliano Angel. O Efeito da Liquidez sobre a Rentabilidade de Mercado das Ações Negociadas no Mercado Acionário Brasileiro. *In:* **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos 5**, nº 2, 2008, p. 109 e ss.

COSTA, Fernando Torres Baptista da. **Relação entre Cobertura da Mídia, Valor das Empresas e Liquidez das Ações**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006

COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. **Corporations**. 2nd ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities regulation: cases and materials**. Fifth Edition. New York: Aspen Publishers, 2006.

DANA-DEMARET, Sabine. **Le Capital Social**. Préface de Yves Reinhard. Bibliothèque de Droit de L'Entreprise. 1989.

DANTAS, San Tiago. Poder regulamentar das autarquias. *In*: **Problemas de Direito Positivo: Estudos e Pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

DATAR, Vinay T.; NAIK, Narayan Y; RADCLIFFE, Robert. Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *In*: **Journal of Financial Markets 1**, nº 2, 1998, p. 203 e ss.

DAVIES, Paul L. **Gower and Davies' Principles of Modern Company Law**. 7th edition. London: Sweet & Maxwell Ltd., 2003.

DAVIES, Paul L. **Introduction to Company Law**. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

DAVIES, Paul L. **Principles of Modern Company Law**. 9th ed. London: Sweet & Maxwell, 2012.

DEMSETZ, Harold. The Cost of Transacting. *In*: **The Quarterly Journal of Economics 82**, nº 1, 1968, p. 33 e ss.

DI DOTTO, Bruno. **Negócios da Companhia com Ações de sua Emissão**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA Robert E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *In:* **The Journal of Finance 46**, nº 4, 1991, p. 1325 e ss.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

DINIZ, Gustavo Saad. **Subcapitalização Societária – Financiamento e Responsabilidade**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

DOLLINGER, Markus. **The fair squeeze-out compensation**. CT Salzwasser-Verlag, 2008.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções**. Coimbra: Coimbra Editora, 1998.

DONATO, Lucília Gomes. **Liquidez e estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto**. Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo. São Carlos, 2011.

EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. London: First Harvard University Press, 1996.

EISENBERG Melvin A.; COX James D. **Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials**. 10ª ed. New York: Foundation Press, 2011.

EISENBERG, Melvin A. The Structure of Corporation Law. *In*: **Columbia Law Review**. New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações. Inaplicabilidade do Artigo 223, §§3º e 4º, da Lei das S.A. Inexistência de Ilícito Civil ou Administrativo caso a Companhia Incorporadora não abra seu Capital. *In*: EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 339 e ss.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e Direito de Recesso. In: **Revista de Direito Mercantil**, 111, 1998.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. Resgate de Ações previsto no Artigo 4º, §5º, da Lei das S.A. Legitimidade de sua Realização por Sociedade que Cancelou o Registro de Companhia Aberta antes da Vigência da Lei nº 10.303/2001. *In*: EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 359 e ss.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELESWARAPU, Venkat R.; REINGANUM, Marc R. The seasonal behavior of the liquidity premium in asset pricing. *In*: **Journal of Financial Economics**. v.34, 1993, p. 373 e ss.

ENGISCH, Karl. **Einführung in das juristische Denken**. 10. Auflage. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 2005.

ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 89.

ESCOLAR, Rafael Perez. **La Sociedad Anónima Europeia**. Madrid: Montecorvo, 1972.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; FERRI, Michael G. **Foundations of Financial Markets and Institutions**. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

FACCIOLO, Francis. A Broker's Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries. In: **Pace Law Review**. Vol. 26, Issue 1, 2005, p. 155 e ss.

FALKENHAUSEN, Joachim Frhr. Von. Reformbedarf beim Pflichtangebot gemäβ § 35 WpÜG – Eine kritische Überprüfung nach acht Jahren. *In*: **Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht**. 174 (2010), pp. 293-317.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets II. *In*: **The Journal of Finance**, American Finance Association, v. 46, 1991.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *In*: **The Journal of Finance**, American Finance Association, v. 25, 1970.

FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES (FESE). **FESE Response to CESR Call for Evidence Micro-structural Issues of the European Equity Markets**. Brussels, 2009. Disponível em: <http://www.fese.eu/images/documents/position-papers/2010/FESE%20response%20to%20CESR%20CfE%20on%20micro-structural%20issues%20of%20the%20European%20equity%20markets.pdf>. Acesso em 06 de dezembro de 2016.

FERRAN, Eilís. **Company Law and Corporate Finance**. New York: Oxford University Press Inc., 1999.

FERRAN, Eilís. Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets. *In*: HOPT, Klaus; WYMEERSCH, Eddy. **Capital Markets and Company Law**. Oxford University Press, 2003, p. 115 e ss.

FERRAN, Eilís. **Principles of corporate finance law**. Oxford: Oxford University Press, 2008.

FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J.; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy (ed.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe**. New York: Oxford University Press Inc., 2004.

FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J.; WYMEERSCH, Eddy (editors). **Capital Markets in the Age of the Euro**. London / New York: Kluwer Law International, 2002.

FERRAZ JR., Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação**. 4ª Edição. São Paulo: Atlas, 2003.

FERREIRA, Eurico; BROOKS, Leroy. Evidence on private equity offering announcements: Strong and weak firms' pooling versus separation. *In:* **Journal of Economics and Business**, Atlanta: Elsevier, vol. 59, 2007.

FILHO, Celso Barbi. **Acordo de acionistas**. 1ª Ed. Belo Horizonte: Del Rey, 1993

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **Consultation Paper 12/25 - Enhancing the Efectiveness of the Listing Regime and Feedeback on CP12/2: Supplementary Consultation on Proposed Changes to the Listing Rules Resulting from the Implementation of the Alternative Investment Fund Managers Directive**. London, 2013.

FISHMAN, Micheal J.; HAGERTY, Kathleen M. The Mandatory Disclosure of Trades and Market Liquidity. *In*: **Review of Financial Studies 8**, nº 3, 1995, p. 637 e ss.

FORGIONI, Paula Andrea. **O direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. Tese (Professor Titular), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

FOUCAULT, Thierry. Algorithmic Trading: Issues and Preliminary Evidence. *In*: ABERGEL, Frédéric; BOUCHAUD, Jean-Philippe; FOUCAULT, Thierry; LEHALLE, Charles-Albert; ROSENBAUM, Mathieu. **Market microstructure: confronting many viewpoints**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012, pp. 4-5.

FOUCAULT, Thierry. Liquidity, Cost of Capital and the Organization of Trading in Stock Markets. *In*: **Revue D'économie Financière (English ed.) 82**, nº 1, 2006, p. 113 e ss.

FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: theory, evidence, and policy**. New York: Oxford University Press, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Acionista Controlador – Impedimento ao Direito de Voto: comentários de Erasmo Valladão A. e N. França ao inquérito administrativo CVM n. TA/RJ2001/4977 (termo de acusação). *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, v. 125, jan-mar 2002.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do Processo CVM N. RJ-2009/5.811. *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, v. 149/150, jan-dez 2008.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Capital Social e Negociação com as Próprias Ações. *In*: **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, v. 128, out-dez 2002.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses Nas Assembleias de S.A.**. São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses e Benefício Particular: Uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. *In:* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, vol. 161/162, out-dez 2012.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A**. São Paulo: Malheiros, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRENCH, Derek (editor). **Blackstone's Statutes on Company Law**. 9th edition. New York: Oxford University Press Inc., 2005-2006.

FURTADO, Celso. **Formação Econômica do Brasil**. 34ª ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GALBRAITH. John, Kenneth. **The Great Crash 1929**. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2009.

GALGANO, Francesco; GENGHINI Riccardo. **Trattato di Diritto Commerciale: Il nuovo diritto societario - Tomo I: Le nuove società di capitali e cooperative**. 3ª ed. Roma: Cedam, 2006.

GARMAN, Mark. Market Microstructure. *In*: **Journal of Financial Economics**, 3, 1976, p. 257 e ss.

GÄRTNER, Christian. **Liquidität Am Deutschen Kapitalmarkt**: **Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel**. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007.

GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *In*: **Harvard Law Review**, 6, Vol. 119, April/2003, pp. 1641 e ss.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**. Second Edition. New York: Foundation Press, 1995.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *In*: **Journal of Financial Economics**, vol. 47, 1998.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *In*: **Virginia Law Review**. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1984.

GILSON, Ronald. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *In*: **Stanford Law Review**. Stanford: Stanford University Press, v. 55, n. 4, 2003.

GOLDWASSER, Dan; MAKENS, Hugh. **State Regulation of Capital Formation and Securities Transactions**. New York: Practising Law Institute. 1983.

GOMÉZ-ACERBO, Alejandro Araoz; MOYA, Iñigo. **La Colocación Privada de Valores**. Madrid: Civitas Ediciones, 1999.

GOODE, Roy. **Commercial Law**. 3rd edition. London: LexisNexis UK and Penguin Books, 2004.

GORDON, Jeffrey N. The Mandatory Structure of Corporate Law. *In*: **Columbia Law Review**, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1549-1597.

GORGA, Érica Cristina Rocha. **Direito societário brasileiro e desenvolvimento do mercado de capitais: uma perspectiva de "direito e economia"**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

GOYENKO, Ruslan; HOLDEN, Craig W.; UKHOV, Andrey. Do stock splits improve liquidity?. *In*: **EFA 2006 Zurich Meetings Paper**, 2006.

GROSSMAN, Sanford J.; MILLER, Merton H. Liquidity and Market Structure. *In*: **The Journal of Finance 43**, n. 3, 1988, p. 617 e ss.

GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. **Einführung in das Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. München: C.H. Beck, 2015.

GUÉANT, Olivier. **The Financial Mathematics of Market Liquidity: from optimal execution to market making**. Florida: CRC Press, 2016.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIX, n. 77, Janeiro-Março/1990, p. 53.

GUPTA, L. C., ROHATGI, J. K. Stock Market Liquidity: How Much? For Whom?. *In*: **Economic and Political Weekly 8**, nº 34, 1973, M85-M96.

HAN, Ki C. The Effects of Reverse Splits on the Liquidity of the Stock. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 30**, n. 1, 1995, p. 159 e ss.

HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003.

HARRIS, Lawrence E. **Liquidity, Trading Rules, and Electronic Systems**. Monograph Series in Finance and Economics. New York University Salomon Center. Monograph 1990-4.

HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007.

HASMANN, Henry, **The Ownership of Enterprise**. London: The Belknap Press of Harvard University Press, 2000.

HASSELBACH, Kai; PRÖHL, Maike. Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage. *In*: **Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht**, 2015, Heft 6, pp. 209 e ss.

HEFLIN, Frank; SHAW Kenneth W. Blockholder Ownership and Market Liquidity. *In*: **Journal of Financial and Quantitative Analysis 35**, nº 4, 2000, p. 621 e ss.

HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009.

HERTZEL, Michel; SMITH, Richard. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. In: **Journal of Finance**. New York: American Finance Association, vol. 48, 1993.

HETHERINGTON, J. A. C.; DOOLEY, Michael P. Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem. *In*: **Virginia Law Review 63**, n. 1, 1977.

HICKS, John R. Liquidity. *In*: **The Economic Journal 72**, nº 288, 1962, p. 787 e ss.

HICKS, John. **A Theory of Economic History**. Oxford: Oxford University Press, 1969.

HICKS, John. **Critical Essays in Monetary Theory**. Oxford: Oxford University Press, 1967.

HICKS, John. The Monetary Theory of D. H. Robertson. *In*: **Economica**, New Series, 9, n. 33, 1942, p 56 e ss.

HOFSTETTER, Karl. One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies". *In*: **North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation**, n. 31, 2005, p. 597 e ss.

HOPT, Klaus J.; WYMEERSCH, Eddy (editors). **Capital Markets and Company Law**. New York: Oxford University Press Inc., 2003.

HOPT, Klaus. European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to Re-examine the Mandatory Bid. *In*: **European Business Organization Law Review**, 15, 2014, pp. 143-190.

HUANG, Gow-Cheng; LIANO, Kartono; PAN, Ming-Shiun. Liquidity changes around stock splits. *In*: **Pennsylvania: Pennsylvania State System of Higher Education**, Office of the Counselor, 2007.

HÜFFER, Uwe. **Aktiengesetz**. 10. Auflage. München: C.H. Beck, 2012.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa: estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

INTERNACTONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 7. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Consultation Report 05/10 - Issues Raised by Dark Liquidity**. 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>. Acesso em 06 de dezembro de 2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf >. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Takeover Regulation in the Jurisdictions of some of IOSCO EMC Members**. 2006. < http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD210.pdf >. Último acesso em 11 de setembro de 2016.

IRTI, Natalino. **L'ordine giuridico del mercato**. 5ª ed. Roma: Laterza, 2009.

IVANOV, Vlad; BAUGUESS, Scott. **Capital raising in the U.S.: the significance of Unregistered Offerings Using the regulation D Exemption**, 2012.

JACKSON, Howell E.; KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven M.; VICUSI, W. Kip.; COPE, David. **Analytical Methods for Lawyers**. New York: Foundation Press, 2003.

JAYARAMAN, Sudarshan; MILBOURN, Todd T. The role of stock liquidity in executive compensation. *In*: **The Accounting Review 87**, n. 2, 2011, p. 537 e ss.

JENG, Daniel H. **The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection**, 2012.

JENKINSON, Tim; LJUNGQVIST, Alexander. **Going Public: The theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance**. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2001.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *In*: JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JOHNSON, JR., Charles J..; MCLAUGHLIN, Joseph. **Corporate Finance and the Securities Law**. 2nd edition. New York: Aspen Law & Business, 1997.

KALOTYCHIU, Elena; STAIKOURAS, Sotiris K. An Overview of the Issues Surrounding Stock Market Volatility. *In*: GREGORIOU, Greg N. (org.) **Stock Market Volatility**. CRC Press, 2009.

KALOTYCHIU, Elena; STAIKOURAS, Sotiris K. An Overview of the Issues Surrounding Stock Market Volatility. *In*: GREGORIOU, Greg N. (org.) **Stock Market Volatility**. CRC Press, 2009.

KEENE, Marvin A.; PETERSON, David R. The Importance of Liquidity as a Factor in Asset Pricing. *In:* **Journal of Financial Research 30**, nº. 1, 2007, p. 91 e ss.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money**. Connecticut: Martino Publishing, 2011.

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Originally Published 1953. California: Harcourt, 1965.

KIM, Oliver; VERRECCHIA Robert E. Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements. *In*: **Journal of accounting and economics 17**, n º1-2, 1994, p. 41 e ss.

KLEINBARD, Edward D. Going Private. *In*: **The Yale Law Journal 84**, nº 4, p. 1975, p. 903 e ss.

KLÖHN, Lars. Delisting – Zehn Jahre später – Die Auswirkungen von BVerG, NZG 2012, 826, auf den Rückzug vom Kapitalmarkt und den Segmentwechsel. *In*: **Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht**, 2012, pp. 1041 e ss.

KNIGHT, Frank H. **Risk, uncertainty and profit**. Indianapolis: Liberty Found, Kindle Edition, 1921.

KOTHARE, Mayuresh. The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: a comparison of rights and public offerings. *In:* **Journal of Financial Economics**, Atlanta: Elsevier, 1997.

KOVAC, Peter. **Flash Boys: Not So Fast: An Insider's Perspective on High-Frequency Trading**. California: Directissima Press, 2014.

KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009.

KÜBLER, Friedrich. Legal Capital. *In:* HOPT, Klaus; WYMEERSCH, Eddy. **Capital Markets and Company Law**. Oxford University Press, 2003, p; 95 e ss.

KYLE, Albert S. Continuous Auctions and Insider Trading. *In*: **Econometrica: Journal of the Econometric Society 53,** n º6, 1985, p. 1315 e ss.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. *In*: **Journal of Finance**, v. 54, 1999, p. 471 e ss.

LAMOUREUX, Christopher G.; POON, Percy. *In*: The Market Reaction to Stock Splits. *In*: **The Journal of Finance 42**, n. 5, 1987, p. 1347 e ss.

LAMY FILHO, Alfredo. Abuso do direito de voto e conflito de interesses – Interpretação do Art. 115 e seu §1º - O direito de voto do controlador. *In*: **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 219.

LAMY FILHO, Alfredo. O Acionista Controlador na Nova Lei de S.A. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 149.

LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de Acionistas sobre Exercício do Direito de Voto. In: **A Lei das S.A.** Vol. 2. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 287.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). **Direito das Companhias**. 2 vols. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações**. Vol. 1. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LANGENBUCHER, Katja. **Aktien- und Kapitalmarktrecht**. 3. Auflage. C.H. Beck Verlagsbuchhandlung: München, 2015.

LANGEVOORT, Donald C. **Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience**, 2005.

LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. 'Publicness' in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act. *In*: **Georgetown Law Journal**. Georgetown Law and Economics Research Paper No. 12-002, 2012.

LAWRENCE, Coles. Has Securities Regulation in the Private Capital Markets Become a Deterrent to Capital Growth? A Critical Review. *In:* **Marquee Law Review**. v. 58, 1975.

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas. *In*: **Pareceres**. Vol. II. São Paulo: Singular, 2004, p. 123 e ss.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de Comando e Poder Compartilhado. *In*: **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. 2 vols. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de Voto e Conflito de Interesse nas Assembleias Gerais. *In*: **Pareceres.** Vol I. São Paulo: Singular, 2004.

LEHALLE, Charles-Albert; LARUELLE, Sophie. **Market Microstructure in Practice**. Toh Tuck Link: World Scientific, 2013.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long run growth. *In:* **World Bank Economic Review**, 1996.

LEVY, Maria Bárbara. **A história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: WW Norton & Company, 2015.

LHABITANT, François-Serge; GREGORIOU, Greg N. **Stock market liquidity: implications for market microstructure and asset pricing**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

LINTNER, John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *In*: **The review of economics and statistics**, 1965, p. 13 e ss.

LIPTON, David. Best Execution: the national Market system's missing ingredient. **The Notre Dame Lawyer**, vol. 57, 1981-1982, p. 449 e ss.

LIU, Weimin. A Liquidity-augmented Capital Asset Pricing Model. *In:* **Journal of financial Economics 83**, nº 3, 2006, p. 631 e ss.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. *In:* **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 486 e ss.

LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LORIA, Eli. **Estrutura e função do capital social na companhia aberta**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2009.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. **Fundamentals of Securities Regulation**. 6ª ed. New York: Aspen Publishers, 2011.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades limitadas**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

LUNARDI FILHO, Ferdinando Cesar. **A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

LUTTER, Marcus. (Hrsg.). **Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa**. Berlin: De Gruyter Recht, 2006.

LUTTER, Marcus; BAYER, Walter; SCHMIDT, Jessica. **Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht**. 5. Auflage. Berlin/Boston: De Gruyter, 2012.

MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. *In*: **Journal of Financial Intermediation**, vol. 6, 1997, p. 189.

MACHADO, Márcio André Veras; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de. Modelos de Precificação de Ativos e o Efeito Liquidez: Evidência Empíricas no Mercado Acionário Brasileiro. *In*: **Revista Brasileira de Finanças**, n. 128, 1998, p. 35-55.

MANNING, Bayless; HANKS JR., James J. **Legal Capital**. Third Edition. New York: Foundation Press, 1990.

MARCONDES, Sylvio. **Problemas de Direito Mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MARCONDES, Sylvio. **Questões de Direito Mercantil**. São Paulo: Saraiva, 1977.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. *In:* **The Journal of Finance 7**, nº. 1, 1952, p. 77 e ss.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 1. São Paulo: FGV, 2015, p. 228.

MERWE, Andria Van Der. **Market Liquidity Risk: implications for asset pricing, risk management, and financial regulation**. New York: Palgrave Macmillan, 2015.

MICHIE, Ranald C. **The Global Securities Market: A History**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

MINARDI, Andrea Maria Accioly F.; SANVICENTE, Antônio Zoratto; MONTEIRO, Rogério. **Bid-ask spread and liquidity premium in Brazil**. Insper Working Paper. WPE: 060/2006.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos n°. 196, de 24 de junho de 1976.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. **Sociedades por ações*:* comentários ao decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940**. 3. ed. v. 1, Rio de Janeiro: Forense, 1959.

MOLONEY, Niamh. **EU securities and financial markets regulation**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2014.

MOSSIN, Jan. Equilibrium in a Capital Asset Market. *In:* **Econometrica: Journal of the econometric society**, 1966, p. 768 e ss.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhado. *In* **Revista de Direito Mercantil**, n° 89, São Paulo, Janeiro/Março, 1993, p. 43.

MUKWIRI, Jonathan. Takeovers and Incidental Protection of Minority Shareholders. *In*: **European Company and Financial Law Review**, 3/2013, pp. 432-460.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Importância do Sistema de Solução de Conflitos para o Direito Societário: Limites do Instituto da Arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário**, São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77-99.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa Contemporânea e o Direito Societário**. Belo Horizonte: Juarez de Olveira, 2002.

MURANAGA, Jun; SHIMIZU, Tokiko. Market microstructure and market liquidity, v. 99. *In*: **Institute for Monetary and Economic Studies**, Bank of Japan, 1999, p. 19-20.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. **Reinventando o Capitalismo de Estado – O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. São Paulo: Portfolio Penguin, 2014.

MUSSA, Adriano. **A Liquidez e os Modelos de Precificação de Ativos: Um Estudo Empírico no Mercado Acionário Brasileiro de 1995 a 2011**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.

NÆS, Randi; SKJELTORP, Johannes A; ØDEGAARD, Bernt Arne. Stock Market Liquidity and The Business Cycle. *In*: **The Journal of Finance 66**, nº 1, 2011, p. 139 e ss.

NAGEL, Stefan. Evaporating Liquidity. *In*: **Review of Financial Studies 25**, nº 7, 2012, p. 2005 e ss.

NARRANG, Rish K. **Inside the Black Box: A Simple Guide to Quantitative and Hogh-Frequency Trading.** 2nd edition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

NODA, Margareth. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação do Brasil**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

O'HARA, Maureen; OLDFIELD. George S. The Microeconomics of Market Making. *In*: **The Journal of Financial and Quantitative Analysis 21**, n. 4, 1986, p. 361 e ss.

O'HARA, Maureen; YE, Mao. Is Market Fragmentation Harming Market Quality? *In*: **Journal of Financial Economics**, 100:3, p. 459 e ss.

O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Massachusetts: Blackwell, 1995.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A**. São Paulo: Almedina, 2014.

OXERA. **Quais Seriam os Custos e Benefícios para Mudar a Estrutura Competitiva do Mercado para Serviços de Negociação e Pós-Negociação em Brasil?**. Oxford, 2012, p. 89 (versão em português).

PALMITER, Alan R. **Securities Regulation**. 6th ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

PATELLA, Laura Amaral; BORGES, Leandro Vilarinho; BERNARDES, Lucas Petri; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. Deveres fiduciários dos administradores. Vinculação dos administradores a acordos de acionistas. *In*: **Mercado de Capitais Brasileiro, doutrina, cases & materials**. São Paulo: 2012, p. 225 e ss.

PATTERSON, Scott. **Dark pools: the rise of the machine traders and the rigging of the US stock market**. New York: Crown Pub, 2013.

PAYNE, Jennifer. Minority shareholder protection in takeovers: A UK perspective. *In*: **European Company and Financial Law Review**, 2/2011, pp. 145-173.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. 2a. Edição. Atualizada e anotada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latin, 2012

PEREIRA, José Olympio. *Habemus* Mercado. In: BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysotomo de Oliveira (Orgs.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro | São Paulo: Contra Capa | ANBID, 2005.

PETRAM, Lodewijk. **De bakermat van de beurs**: **Hoe in zeventiende-eeuws Amsterdam de moderne aandelenhandel ontstond**. 4 e. Atlas Contact, Uitgeverij, 2013.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PITTA, André Grünspun. As Funções das Regras de Proteção aos Acionistas nas Operações sobre o Controle Societário: a insuficiência do arcabouço normativo brasileiro. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Org.). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros, 2015.

PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 e ss.

PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POSNER, Richard A. **Economic analysis of law**. 7th edition. New York: Aspen Publishers, 2007..

PRADO JR, Caio. **História Econômica do Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 1976.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura; (Orgs.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PSAROUDAKIS, Georgios. The Mandatory Bid and Company Law in Europe. *In*: **European Company and Financial Law Review**, 4/2010, pp. 550-584.

REISS, Peter C.; WERNER, Ingrid M.. Does Risk Sharing Motivate Interdealer Trading?. *In*: **The Journal of Finance 53**, n. 5, 1998, p. 1657 e ss.

RICKFORD, Jonathan. Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance. *In:* **European Business Law Review**. Issue 4. 2004, p. 919-1027.

RIPERT. George. **Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne**. Paris: Librarie génerale de droit et de jurisprudence, 1946.

ROCCA, Carlos Antonio; SILVA, Marcos Eugênio da; CARVALHO, Antonio Gledson. **Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico: os desafios da Bovespa**. São Paulo: Bovespa, 1999.

ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The Anatomy of Corporate Law**. Second Edition.Oxford University Press, 2009, p. 185; Cf., ainda, CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 500.

ROMANO, Roberta. **Foundations Of Corporate Law**. 2nd ed. New Jersey: Lexis Nexis, 2006.

ROSOV, Sviatoslav. **Liquidity in Equity Markets**: **characteristics, dynamics, and implications for market liquidity**. Virginia: CFA Institute, 2015.

ROSSKOPF, Gabriele. Delisting zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Zugleich Besprechung der Enstscheidung BGH DB 2013, 2672 (Frosta). *In*: **Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht**, 4/2014, pp. 487 e ss.

RÜDIGER, Veil; BRINCKMAN, Hendrik; KOCH, Philipp; TEIGELACK, Lars; VOKUHL, Nikolai; WALL, Fabian; WUNDERNBERG, Malte. **Europäisches Kapitalmarktrecht**. 2. Auflage. Tübingen: Mohr Siebeck: 2014.

SADDI, Jairo (org.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo 2002.

SADDI, Jairo. Vinculação do voto dos administradores indicados pelo acordo de voto. *In*: **Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 656-667.

SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as Empresas Fecham o Capital no Brasil?. *In*: **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 2, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Diluição de Controle. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 78 e ss.

SALOMÃO FILHO. **O Novo Direito Societário**. 4ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2011.

SALOMÃO FILHO. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 109, São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1998, p. 102 e ss.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio. Conselho de Administração e Diretoria. *In*: **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1121.

SAMPAIO, Luiz Sérgio Coelho de. **Liquidez e Estabilidade nos Sistemas de Bolsas de Valores**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1972.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *In*: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n, 41, 2008.

SANTOS, Aline de Menezes. Comentário ao Art. 1º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 27.

SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel (Hsgb.). **Kapitalmarktrechts-Kommentar**. 4 Auflage. München: Verlag C. H. Beck, 2010.

SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto**. Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004.

SEALY, Leonard Sedgwick. **Cases and Materials in Company Law**. 5th edition. London, Dublin, Edinburgh: Butterworths& Co, 1992.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *In:* **The journal of finance 19**, nº 3, 1964, p. 425 e ss.

SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. Liquidez das Debêntures no Mercado Brasileiro. *In:* **Revista de Administração 43**, n. 2, 2008, p. 176 e ss.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. *In*: **Revista de Administração de Empresas 48**, nº 2, 2008, p. 51.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010.

SMITH JR., Clifford W. Alternative methods for raising capital: rights versus underwritten offerings. *In:* **Journal of Financial Economics**. Atlanta: Elsevier, vol 5, 1977.

SOUZA JR., Francisco Satiro de. Derivativos e mercado de bolsa. *In:* **Revista Jurídica Logos**, v.1, n.1, 2005.

SOUZA JR., Francisco Satiro de. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsa de Valores**, Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

STIGLER, George. Public regulation of the securities markets. *In*: **The Journal of Business**, Chicago: The University of Chicago Press, v. 37, 1964.

STIGLER, George. The theory of economic regulation. *In*: **The Bell Journal of Economics and Management Science**. Santa Monica: The RAND Corporation, v. 2, 1971.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. **Introdução à microeconomia**. Tradução por Helga Hoffmann. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

STOLL, Hans R. The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *In*: **The Journal of Finance 33**, n. 4, 1978, p. 1133 e ss.

STOUT, Lynn A. Unimportance of being efficient: an economic analysis of stock market pricing and securities regulation. *In*: **Michigan Law Review**, Ann Arbor: University of Michigan, v. 87, 1989.

SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 126, 2002.

SZTAJN, Rachel. O direito de recesso nas sociedades comerciais. In: **Revista de Direito Mercantil**, 71, 1988.

TANNOUS, Thiago Saddi. Comentários aos Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979.

THOMALE, Chris. Minderheitenschutz gegen Delisting – die MACROTON-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung. *In*: **Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht**, 5/2013, pp. 686 e ss.

THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising. *In:* **Georgetown Public Law Research Paper No. 12-119**. Georgetown Law and Economics Research Paper No. 12-031, 2012.

TOBIN, James. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *In:* **The review of economic studies 25**, nº 2, 1958, p. 65 e ss.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? *In*: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

TRINDADE, Marcelo Fernandez; TANNOUS, Thiago Saddi. O Art. 1031 do Código Civil e a sua Interpretação. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário II.** São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 497.

TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.) **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. Ed. IOB, 2002, pp. 297 e ss.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, e Aline de Menezes, **Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional**. Disponível em: <http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf> (acesso em 11 de julho de 2015).

TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. **Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC); U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues**. Washington, D.C., 2010.

U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC); U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues**. Washington, D.C., 2010, pp. 1-6. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> Acesso em 6 de janeiro de 2017.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). **Equity Market Structure Literature Review Part II: High Frequency Trading - By Staff of the Division of Trading and Markets.** Washington, D.C., 2014. Disponível em: <https://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf >. Acesso em 6 dezembro de 2016;

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953.

VEIL, Rüdiger (Hsgb.). **Europäisches Kapitalmarktrecht**. 2. Auflage. Mohr Siebeck, 2014.

VIO, Daniel de Ávila. A regra de free float mínimo prevista no Novo Mercado deve ser alterada pela BM&BVoespa? *In*: **Revista Capital Aberto**, Número 150, 2016, p. 52.

VITAL, Sebastião Marcos; NESS JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais: uma avaliação crítica. *In:* **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 13, n. 1, 1973.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. Vol. 2. 5a. Edição. Milano: Vallardi, 1923

WALD, Arnoldo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. *In*: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

WARDE JR., Walfrido Jorge. A Desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**. Vol. 144, São Paulo: Malheiros, out./dez. 2006.

WIEDEMANN, Herbert. "Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?". *In*: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, Almedina, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, tradução de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes e DOTTO, Bruno Di, pp. 183-214.

WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht**. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980.

YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, 2012.

YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), **Processo Societário II**, São Paulo: Quartier Latin, 2015.

YAZBEK, Otavio. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZANINI, Carlos Klein. A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.