

BRUNO MARQUES BENSAL ROMA

**DIREITOS DO ACIONISTA: ANÁLISE DO ALUGUEL DE AÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2016

BRUNO MARQUES BENSAL ROMA

**DIREITOS DO ACIONISTA: ANÁLISE DO ALUGUEL DE AÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação corrigida apresentada nos termos da Resolução CoPGr, de 13 de outubro de 2.011, em acréscimo à defendida e aprovada por 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 Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação do Professor Doutor Rodrigo Octávio Broglia Mendes. Nos termos do art. 5º da Resolução CoPGr, de 13 de outubro de 2.011, informa-se que a versão original se encontra disponível tanto na Biblioteca da FADUSP quanto na Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP (BDTD).

Aval do Orientador: _____

Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2016

BRUNO MARQUES BENSAL ROMA

**DIREITOS DO ACIONISTA: ANÁLISE DO ALUGUEL DE AÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Banca Examinadora

Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes

Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior

Professora Dra. Viviane Muller Prado

A todos aqueles que acreditaram.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus, pelo dom da vida e por sempre ter me dado forças para buscar o conhecimento.

Agradeço ao Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes, por todo o trabalho desempenhado na qualidade de orientador, e pelos valiosos conselhos que me foram dados, sem os quais a presente dissertação não teria existido, bem como por toda a amizade que me fora granjeada durante esse caminho.

Agradeço ao Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior e à Professora Dra. Viviane Muller Prado pelas observações feitas na banca e que em muito me auxiliaram a amadurecer as perspectivas a respeito do aluguel de ações, tema muito pouco explorado em nossa doutrina e merecedor da atenção de todos aqueles que se dedicam ao mercado de capitais e ao Direito Societário em geral.

Agradeço aos meus pais, em conjunto, por sempre terem me incentivado a estudar e persistir.

Agradeço à minha esposa, Zillá Oliva Roma, pela paciência que teve comigo durante esse tempo de dedicação à pesquisa, inclusive durante o período de revisão do trabalho.

Agradeço aos meus colegas de trabalho, que, direta ou indiretamente, deram-me o suporte necessário para que a presente dissertação lograsse êxito.

Agradeço, por fim, aos meus amigos, mormente aqueles que acompanharam a elaboração dessa dissertação, nela opinaram e para ela contribuíram.

“A verdade é que o acionista é indolente: importa-se mais com o dividendo, que com os divisores”. (ASSIS, Joaquim Maria Machado de. O carneiro...acionista. 21 de fevereiro de 1883, Balas de Estalo. In: FRANCO, Gustavo H.B. **A economia em Machado de Assis: O olhar oblíquo do acionista**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2008, pp.51).

“- O acionista, disse-me um amigo que passava, é um substantivo masculino, que exprime “possuidor de ações” e, por extensão, credor dos dividendos. Quem diz ações, diz dividendos. Que a diretoria administre, vá, mas que lhe tome o tempo em prestar-lhe contas, é demais. Preste dividendos; são as contas vivas. Não há banco mau se dá dividendos. Aqui onde me vê, sou também acionista de vários bancos, e faço com eles o que faço com o júri, não vou lá, não me amolo.

- Mas, se os dividendos falharem?

- É outra coisa; então cuida-se de saber o que há”. ASSIS, Joaquim Maria Machado de. O acionista é... credor de dividendo. 4 de novembro de 1900, A semana. In: FRANCO, Gustavo H.B. **A economia em Machado de Assis: O olhar oblíquo do acionista**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2008, pp. 243).

“Any market can be defined as a meeting place for supply and demand. (...) If the derivatives market is the engine, then securities lending is the oil; it brings much needed liquidity to the marketplace – at a price. This oil is expensive”. (FAULKNER, Mark C.; SACKVILLE, Charles L. Stopford. Finding a route to market: an institutional guide to the securities lending labyrinth. In: FABOZZI, Frank J. **Securities lending and repurchase agreements**. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, pp. 42 e s.).

ROMA, Bruno Marques Bensal. **Direitos do acionista:** análise do aluguel de ações no mercado de capitais brasileiro. 2016. 165f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

RESUMO

O presente trabalho pretende tratar do modo de exercício dos direitos dos acionistas na operação conhecida como aluguel de ações e os possíveis conflitos de interesses que podem surgir no âmbito da operação.

A análise será contextualizada por meio de um *leading case* que servirá de introdução para o debate acerca do regime jurídico do aluguel de ações, descrevendo-se sua estrutura e as razões pelas quais tal operação é realizada.

Na sequência, serão abordados, principalmente diante da lacuna legislativa, os direitos que as partes, tomador e doador, possuem ao iniciarem esse tipo de relação. Busca-se, nesse ponto, o tanto quanto possível, preencher tal lacuna.

Uma vez disciplinados os direitos inerentes ao tomador e ao doador das ações, trabalhando-se propositalmente no final o direito de voto, serão abordadas quatro hipóteses de conflito de interesses que podem surgir em decorrência da operação de aluguel de ações, incluindo a possibilidade de abuso de minoria ou de formação de maiorias para fins danosos à sociedade.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Aluguel de ações. Conflito de interesses. Abuso do direito de voto. Abuso de minoria.

ROMA, Bruno Marques Bensal. *Shareholder's rights: securities lending analysis in the Brazilian capital market*. 2016. 165p. *Dissertation (Master) - Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2016.*

ABSTRACT

This work aims to discuss the exercise mode of shareholders' rights in operation known as securities lending and possible conflicts of interest that may arise in this business.

The analysis will be contextualized through a leading case that will serve as introduction to the discussion about the securities lending legal status, describing its structure and the reasons why such business is performed.

Following will be addressed, especially considering the legal gap, the rights that the parties, borrower and lender, have when they start that kind of business. Search up at this point, as much as possible to fill this gap.

Once disciplined the rights inherent to borrower and lender of the shares, by working purposefully at the end of the vote, four cases of interest's conflicts that may arise as a result of the securities lending operation will be discussed, including the possibility of minority abuse or formation of majorities for purposes harmful to the company.

Keywords: *Capital Markets. Securities lending. Conflict of interests. Voting rights abuse. Minority abuse.*

ROMA, Bruno Marques Bensal. *I diritti degli azionisti: analisi del prestito titoli (stock lending) nel mercato dei capitali brasiliano*. 2016. 165p. *Dissertazione (Master) - Facoltà di Diritto, Università di São Paulo, São Paulo, 2016.*

RIASSUNTO

Il presente lavoro vuole esaminare il modo di esercizio dei diritti degli azionisti nella operazione conosciuta per prestito titoli (o stock lending) e i possibili conflitti di interessi che possano riguardare questa operazione.

Questa analisi avrà come premessa un leading case che servirà come l'introduzione per il dibattito sul regime giuridico del prestito titoli, descrivendo la sua struttura e le ragioni per cui ne è realizzata.

In seguito, saranno affrontati, soprattutto in ragione del vuoto legislativo, i diritti che le parti ("prestatore" e "prestatario") hanno al iniziare questo tipo di rapporto. Cerca, su questo punto, per quanto possibile, a colmare questa lacuna.

Una volta fissata la disciplina dei diritti inerenti al prestatore ed al prestatario degli azioni, lavorando appositamente nel finale di questo punto sul diritto di voto, saranno studiate quattro ipotesi di conflitto di interessi che possano occorrere in decorrenza della operazioni di prestito titoli, includendo la possibilità del abuso di minoranza o delle formazione di maggioranze per scopi dannosi per la società.

Parole-chiave: *Mercato dei capitali. Prestito titoli. Conflitto degli interessi. Abuso del diritto di voto. Abuso di minoranza.*

SUMÁRIO

PARTE I – CONTEXTO DO ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	11
APRESENTAÇÃO.....	11
I. COLOCAÇÃO E DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA	13
I.1 Operacionalização do aluguel de ações	22
I.1.1 Deveres do agente de custódia.....	26
I.2 Razões pelas quais se realiza o aluguel de ações no mercado de capitais brasileiro.....	30
I.3 Venda a descoberto: o Comunicado IOSCO e as diferenças com o mercado externo....	32
I.4 Ação: valor mobiliário fungível	36
I.5 Escorço histórico-legislativo do aluguel de valores mobiliários no Direito brasileiro....	40
II. O NEGÓCIO JURÍDICO DE ALUGUEL DE AÇÕES	44
II.1 Considerações a respeito da qualificação jurídica.....	44
II.2 O papel da central depositária de ativos da BM&FBOVESPA: reflexões sobre a Câmara de Ações	51
II.3 O aluguel de ações e as lacunas do Direito positivo	66
II.3.1 O esvaziamento do direito de voto: análise do <i>hidden (morphable) ownership</i> , <i>empty voting</i> e da venda de voto no âmbito do aluguel de ações.....	69
II.4 Aspectos tributários do aluguel de ações	76
PARTE II – DIREITOS INERENTES À POSIÇÃO ACIONÁRIA E POSSÍVEIS CONFLITOS DE INTERESSE NO ÂMBITO DO ALUGUEL DE AÇÕES	84
III. EXERCÍCIO DOS DIREITOS INERENTES À POSIÇÃO ACIONÁRIA NO ALUGUEL DE AÇÕES.....	84
III.1 Direito de participar dos lucros sociais.....	86
III.2 Direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação.....	90

III.3 Direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais	95
III.4 Direito de preferência na subscrição de novas ações.....	97
III.5 Direito de retirada	101
III.6 Dos direitos “não essenciais” dos acionistas	110
III.6.1 O direito ao <i>tag along</i>	110
III.6.2 O direito de voto.....	113
IV. PROBLEMAS PRÁTICOS NO ÂMBITO DO ALUGUEL DE AÇÕES	121
IV.1 Problema 1	122
IV.2 Problema 2	124
IV.3 Problema 3	126
IV.3.1 O interesse social na Lei Federal nº 6.404/76.....	131
V. CONSIDERAÇÕES FINAIS	144
REFERÊNCIAS	148
ANEXO – A – Representação dos Investidores no mercado de aluguel de ações (março/2016)	162
APÊNDICE I – Exemplo de minuta de autorização para celebração de aluguel de ações	163

PARTE I – CONTEXTO DO ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

APRESENTAÇÃO

1. O presente trabalho buscará examinar os direitos individuais dos pólos negociais que possuem a qualidade de acionistas no âmbito do aluguel de ações – tomador e doador¹ –, examinando os ditos direitos essenciais na vigência da citada operação, não se limitando aos mencionados pelo art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76², abrangendo também outras faculdades inderrogáveis decorrentes da titularidade de determinada posição acionária.

2. De modo sucinto, o aluguel de ações,

é uma prática na qual, em troca de uma taxa acordada, o detentor de determinados títulos (doador do empréstimo) autoriza sua transferência a um terceiro (tomador do empréstimo). O tomador do empréstimo é livre para vender esses ativos ou utilizá-los em outras finalidades previstas nos procedimentos operacionais, mas fica obrigado a devolvê-los seguindo o que foi combinado entre as partes³.

¹ Preferiu-se, neste trabalho, utilizar o jargão do mercado, a fim de evitar conclusões precipitadas acerca do que vem a ser o aluguel de ações. Interessante notar que a terminologia do mercado é absolutamente compatível com os verbos que compõem os substantivos utilizados no Direito alemão para designar os investidores finais do aluguel de ações. Assim, o Direito alemão, utiliza a expressão *Darlehensgeber* para identificar o doador (*geben* = dar) e *Darlehensnehmer* para o tomador (*nehmen* = pegar, tomar).

² “A ação confere ao seu titular – o acionista – direitos que podem ser classificados como essenciais ou modificáveis. Os direitos essenciais dos acionistas, que não podem ser invalidados ou derogados pelo estatuto social e muito menos por deliberação da maioria reunida em Assembleia Geral, salvo quando a própria lei admite essa possibilidade, como acontece, por exemplo, com o direito de voto, são os seguintes: direito de participar dos lucros sociais, direito de participar do acevo social, no caso de liquidação; direito de fiscalização, na forma da lei; direito de preferência para subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia; e direito de recesso, nos casos previstos em lei. O elenco desses direitos funciona, na prática, como verdadeiro limite imposto aos poderes dos controladores. Os direitos modificáveis são aqueles que não estão, expressamente, elencados no artigo 109 da Lei das S.A. e que o estatuto ou a lei permitam a sua restrição ou até mesmo sua supressão. Ressalte-se que o artigo 109 não traz um elenco exaustivo. Há outros artigos esparsos na Lei das S.A., que asseguram ao acionista direitos individuais de caráter essencial, tais como o direito de promover ação de responsabilidade contra a administração (artigo 159), o direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos previstos nas pautas (artigo 125), o direito ao *tag along* (artigo 254-A), o direito de requerer o funcionamento do Conselho Fiscal e de eleger seus membros (artigo 161), o direito de requerer a adoção do voto múltiplo e do voto em separado na eleição dos membros do Conselho de Administração (artigo 141), o direito de requerer judicialmente a exibição dos livros sociais (artigo 105), dentre outros). Os direitos elencados no artigo 109 da Lei das S.A. são individuais, de caráter essencial, intangível, inderrogável e irrenunciável. Tanto é assim, que o §2º do artigo 109 dispõe taxativamente que os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto social ou pela assembleia geral”. Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª ed., revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 59-60.

³ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPAManualAlugueldeAtivos.pdf>>. Sítio consultado em 28.08.2015.

3. Assim que traçado o modo de exercício dos direitos essenciais das pontas tomadora e doadora, serão estudados os possíveis conflitos de interesse que podem surgir por conta das peculiaridades que permeiam o aluguel de ações, bem como a possibilidade do uso dessa operação como estratégia para abuso de minoria.

4. A colocação do problema se dará por meio da descrição de um caso concreto, narrado no início do primeiro capítulo, por meio do qual se extrairão as preocupações de nosso maior interesse, a partir do que colocaremos as questões que pretendemos responder.

I. COLOCAÇÃO E DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA

5. A colocação do problema neste trabalho tem por inspiração o Processo CVM RJ nº 2012 – 0249 (e outros derivados dos mesmos fatos, doravante, “Caso das Companhias Oi”), cuja descrição fática servirá de exemplo introdutório à nossa investigação⁴.

6. Também serão utilizados outros precedentes que tenham se formado com base em situações fáticas afins, cuja descrição será feita quando oportuno, subsumindo-se os fatos às normas aplicáveis.

7. Em 24 de maio de 2011, Tele Norte Leste Participações S.A. (“TNL”), Telemar Norte Leste S.A. (“Telemar”), Coari Participações S.A. (“Coari”) e Brasil Telecom S.A. (“BRT”) - em conjunto, “Companhias Oi” - divulgaram ao mercado Fato Relevante⁵, por meio do qual notificaram os termos e as condições da reorganização societária pela qual passariam as “Companhias Oi”, tendo por objetivo a concentração de todas as respectivas participações acionárias em uma única companhia listada em bolsa, a BRT, que passaria a ter a denominação de Oi S.A.

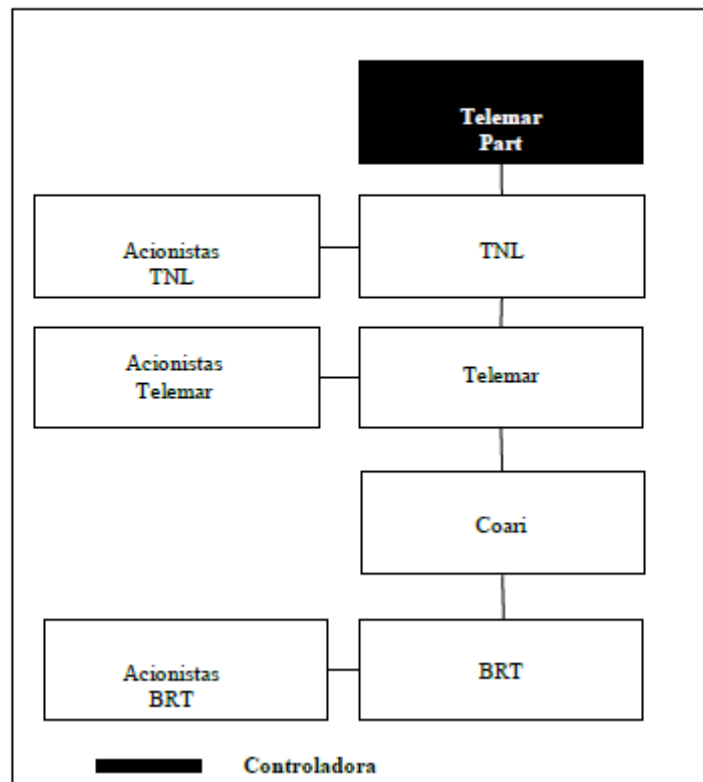
8. A estrutura societária das “Companhias Oi” pode ser resumida na forma constante do Gráfico 1⁶, abaixo:

⁴ Há outros processos instaurados perante a CVM em decorrência da mesma reorganização societária, mostrando-se útil sua leitura em conjunto com o Processo CVM SP nº 2011 – 0304. Tais precedentes se encontram disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0009/8103-0.pdf>> e <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0009/8104-0.pdf>>. Sítios consultados em 24.08.2015.

⁵ A definição de ato ou fato relevante é dada pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, *in verbis*: Art. 2º. “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, 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; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; (...) VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>>. Sítio consultado em 25.08.2015.

⁶ Gráfico constante de Parecer do Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O recesso na incorporação reversa. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 161/162. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, pp. 231-248.

Gráfico I. Estrutura Societária anterior à operação – Companhias Oi:



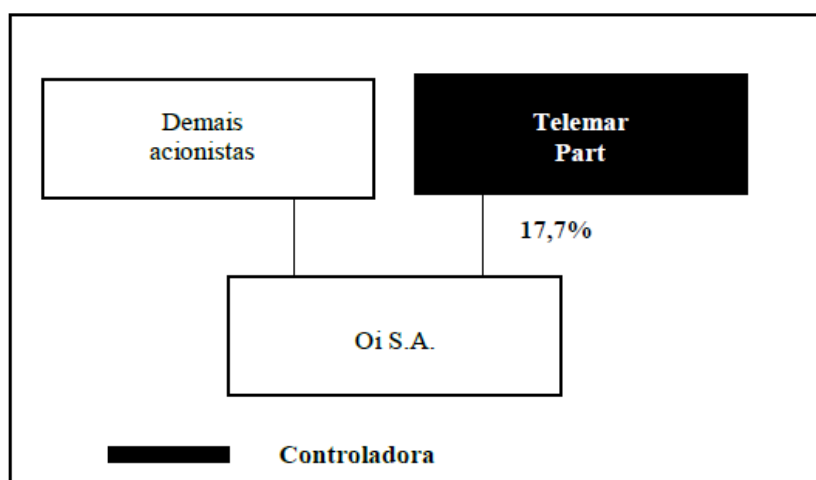
9. De acordo com os termos do Fato Relevante divulgado ao mercado em 24 de maio de 2011, e também daqueles divulgados em 01 de agosto de 2011 e em 26 de agosto de 2011, a reorganização societária consistiria:

- (i) Na cisão parcial da Telemar com a incorporação da parcela cindida pela Coari; e
- (ii) Na incorporação de ações da Telemar pela Coari, da Coari pela BRT e da TNL pela BRT.

10. Além disso, realizar-se-ia a bonificação de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da BRT, a serem criadas, e seu imediato resgate.

11. Feita a reorganização, a estrutura das “Companhias Oi” passou a ser estruturada da forma constante no gráfico abaixo:

Gráfico 2. Estrutura societária ulterior à operação



12. Do Fato Relevante de 24 de maio de 2011 constou a informação de que, para as “Companhias Oi”, somente poderiam exercer o direito de recesso⁷ (ou de dissidência) os titulares de (i) ações ordinárias e preferenciais “classe A” e “classe B” da Telemar, (ii) ações ordinárias e preferenciais da Coari, e (iii) ações ordinárias da TNL que mantivessem essa titularidade de forma ininterrupta desde o encerramento do pregão de 23.05.2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada.

13. Em complemento a tal informação, aos 17 de agosto de 2011, as “Companhias Oi” publicaram um novo Fato Relevante para noticiar que os Conselhos de Administração da TNL, Telemar e BRT aprovaram, no que concerne à reorganização societária, as relações de troca recomendadas pelos respectivos comitês especiais independentes, constituídos conforme exigido pelo Parecer de Orientação CVM nº 35, de 01º de setembro de 2008⁸.

14. Em 14 de novembro de 2011, as “Companhias Oi” publicaram Comunicado ao mercado, esclarecendo que “caso a titularidade de ações detidas em 23 de maio de 2011 tenha sido transferida, inclusive em virtude de contrato de mútuo de ações (‘aluguel de ações’), o

⁷ Na definição de Rachel SZTAJN, “recesso é o poder que a lei confere ao acionista dissidente de uma deliberação assemblear de, retirando-se da sociedade, subtrair-se à decisão majoritária”. Cf. SZTAJN, Rachel. **Direito de recesso**. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1982, pp. 15.

⁸ Referido Parecer de Orientação dispõe que: “segundo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que: i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare035.html>>. Sítio consultado em 25.08.2015.

acionista não poderá exercer o direito ao reembolso com relação às ações mutuadas, uma vez que, na forma da lei, o mútuo acarreta a efetiva transferência da titularidade das ações do mutuante ao mutuário⁹”.

15. Daí já se observa que as “Companhias Oi” estavam conferindo ao aluguel de ações o mesmo tratamento dado ao mútuo, o que reflete diretamente nos direitos atribuíveis aos acionistas - tomador e doador.

16. Em 23 de novembro de 2011, um novo Fato Relevante foi divulgado pelas “Companhias Oi” para informar que, segundo o laudo de avaliação, o valor do reembolso a ser pago pelas ações aos acionistas dissidentes da assembleia geral da TNL seria de R\$ 74,39 (maior que o valor contábil¹⁰ de tais ações à época).

17. Por fim, no que concerne ao empréstimo de ações, a BM&FBovespa, por meio de Comunicado externo datado de 16.11.2011, informou que seguiria a orientação das “Companhias Oi” sobre o direito de recesso, “sob o argumento de que o Regulamento do BTC não contém disposições específicas sobre a elegibilidade para o exercício de recesso por parte dos doadores de ações emprestadas¹¹”.

18. Assim, determinados acionistas da Telemar e da TNL, que possuíam ações em razão da celebração da operação de aluguel de ações, questionaram as “Companhias Oi” acerca da necessidade de manutenção da titularidade das ações para fins de exercício do direito de recesso e até que momento seria possível se utilizar de tal faculdade. De igual modo, questionou-se a possibilidade dos acionistas da BRT exercerem direito de recesso com relação a suas ações.

19. As reclamações tiveram por foco saber se o acionista que transfere as ações em aluguel (daí deriva, novamente, a importância de saber se de mútuo se trata) detém o direito do exercício de recesso em relação a elas.

⁹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-2.pdf>>. Sítio consultado em 06.01.2016.

¹⁰ Utilizou-se o valor econômico das ações.

¹¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>>. Sítio consultado em 06.01.2016.

20. Na literatura jurídica recente, questionado acerca da natureza jurídica do aluguel de ações, visando-se à resposta para uma outra questão (exercício do direito de voto) e tecendo raciocínio bem fundamentado a fim de defender posição para a qual fora contratado, Walfrido Jorge WARDE JUNIOR¹² concluiu ter o aluguel de ações natureza jurídica de depósito irregular, sendo o doador legitimado para o exercício de tal faculdade acionária.

21. Diferentemente, Marcelo Fernandez TRINDADE afirma, categoricamente, que o aluguel de ações possui natureza jurídica de mútuo¹³, tal como afirmado nos dois precedentes da CVM supracitados (Processo CVM RJ nº 2012 – 0249 e Processo CVM SP nº 2011 – 0304), de modo que, nesse caso, o voto, assim como todos os demais direitos acionários, seria de pertença do tomador.

¹² WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. O doador pode exercer direito de retirada? O direito é do proprietário. In: **Revista Capital Aberto. Antítese**. Número 103, ano 9, mar/2012, pp. 25.

¹³ Aduz o autor: “o mútuo de ações, conhecido no mercado de valores mobiliários como “aluguel de ações”, tem despertado grande interesse em razão de suas diversas repercussões jurídicas e econômicas sobre operações recentemente ocorridas em nosso mercado de capitais. Não surpreende a existência de controvérsia em relação ao tema. A impropriedade do jargão do mercado – chamando de aluguel o que é mútuo – já revela o grave risco de incompreensão do negócio. (...). O chamado “aluguel de ações” consiste, na verdade, em um contrato de empréstimo, e mais propriamente em um mútuo, isto é, um empréstimo de coisas fungíveis. (...). De fato, o mutuário (“tomador”, no jargão do mercado) recebe as ações dadas em mútuo pelo mutuante (“doador”, no jargão do mercado) para posterior devolução, obrigando-se, ainda, ao pagamento de uma taxa de juros”. Cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de ações e *insider trading*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 519-535. No mesmo sentido, cf. LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. Aluguel de ações: Panorama do negócio jurídico, problemas no direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 161/162. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, pp.169-192; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luís. Empréstimo de ações e o mercado de capitais. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luís (Coords.). **Direito empresarial: aspectos atuais do direito empresarial brasileiro e comparado**. São Paulo: Método, 2005, pp. 19-37; AMARAL, José Romeu Garcia do. Solução é customizar. In: **Revista Capital Aberto. Antítese**. Número 103, ano 9, mar/2012, pp. 24-25; LOBO, Jorge. **Operações de empréstimo de ações**. In: Valor Econômico, de 09 de agosto de 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/legislacao/974430/operacoes-de-emprestimo-de-acoes>>. Sítio consultado em 05.09.2015. Eduardo SALOMÃO NETO, ao diferenciar mútuo e comodato, arrola alguns critérios distintivos indicados por MESSINEO, citando entre eles, a “possibilidade de restituição de outras coisas da mesma espécie – se outras coisas da mesma espécie podem ser devolvidas (no caso de empréstimo de ações, por exemplo, outras ações da mesma espécie, de emissão da mesma companhia), denota-se não só a fungibilidade do que foi emprestado, mas também que tais coisas têm sua propriedade transferida para o recipiente”. Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 1ª Ed. 3ª reimpr. São Paulo: Atlas, 2011, pp. 182 e s. Questionando o enquadramento do aluguel de ações no tipo do mútuo, mas concluindo pela sua aplicação, CHAVES, Natália Cristina. O empréstimo de ações e a noção de fungibilidade. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coords.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (Orgs.) **Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao professor Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 239-257.

22. Antes de tecermos nossas considerações sobre a natureza jurídica do contrato de aluguel de ações, cumpre-nos delinear algumas premissas sobre os aspectos contratuais em bolsa.

23. Em regra, os contratos negociados em bolsa são padronizados, sendo pré-estabelecidas suas características básicas, como prazo, objeto e cláusulas específicas¹⁴. Essa premissa é parcialmente verdadeira para o aluguel de ações, uma vez que o art. 2º, §1º da Instrução CVM nº 441/2006 determina que as entidades que estão autorizadas a manter serviço de empréstimo de valores mobiliários editarão regulamento¹⁵.

24. Uma vez autorizado, a BM&FBOVESPA editou os “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações¹⁶)¹⁷”, cujo Capítulo VI é dedicado inteiramente ao Serviço de Empréstimo de Ativos – BTC, sistema por meio do qual se operacionaliza o aluguel de ações.

25. Em tais Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações consta a possibilidade de registro na Câmara de Ações de “contratos de empréstimo diferenciados”, descritos em seu item 4.2.2 da seguinte forma:

O Investidor tomador e o doador de Ativos encaminham à Câmara contrato de empréstimo diferenciado devidamente formalizado, contendo as especificações mínimas para que a Operação de empréstimo seja realizada. O contrato pode conter quaisquer condições adicionais que tenham sido acordadas entre as partes desde que estas tenham sido previamente submetidas e aprovadas pela Câmara. O contrato de empréstimo diferenciado deve indicar um Participante de Negociação Pleno responsável pelo registro da Operação junto ao sistema BTC e um Agente de

¹⁴ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos de Bolsa. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 589-606.

¹⁵ Art. 2º Somente as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia poderão manter serviço de empréstimo de valores mobiliários.

§ 1º O serviço de empréstimo de valores mobiliários será disciplinado por regulamento editado pelas entidades referidas no caput, observadas as disposições desta Instrução. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 13.04.2016.

¹⁶ A Câmara de Ações é uma verdadeira *clearing house*, entidade destinada à garantia das operações realizadas no âmbito de sua atuação e integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), instituído em nosso ordenamento por meio da Lei nº 10.214/2001. Sobre tal entidade falaremos no item II.2, infra.

¹⁷ Por uma opção de objetividade, preferimos, nesse trabalho, chamá-los de “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações”.

Compensação que responde solidariamente ao Investidor tomador pelo depósito de Garantias e Liquidação da Operação de empréstimo¹⁸.

26. Essa forma contratual não elimina o fato de que, em regra, haja uma “inegável impessoalidade nas operações bursáteis, fato que levou Ascensão a concluir que em bolsa não há contrato, mas sim “aquisição originária de propriedade”¹⁹.

27. E essa regra se aplica também ao aluguel de ações. Como se verá, referida operação é utilizada na maior parte das vezes com a finalidade de se realizar operações de *short selling*, que não demanda necessariamente o conhecimento do outro interessado, de modo tal que o art. 10 da Instrução CVM nº 441/2006 afirma que entre doador e tomador não se estabelece qualquer vínculo²⁰.

28. Pairando a incerteza sobre a qualificação jurídica do aluguel de ações, cuja discussão na CVM (no caso das Companhias Oi) se deu em razão de uma hipótese rara em que era mais vantajoso aos acionistas o exercício do recesso e pairava dúvida sobre, em havendo ações alugadas, a quem e em que limite seria dado o seu exercício, incumbe-nos averiguar do que se trata o aluguel de ações, inclusive para que se possa avaliar o acerto ou não da orientação que têm seguido a CVM e a corrente majoritária da doutrina, se é que se pode falar em maioria, considerando a ainda incipiente literatura sobre o tema em nosso país.

29. É por meio da qualificação jurídica do aluguel de ações que se buscará (mesmo que necessário seja, por meio da análise da realidade da operação, escapar ao universo do

¹⁸ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais>. Sítio consultado em 13.04.2016.

¹⁹ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos... Op. Cit.

²⁰ Nesse sentido dispõe a Instrução CVM nº 441/2006: Art. 10. “Ressalvadas as disposições dos contratos de empréstimo, as entidades prestadoras desse serviço são responsáveis, perante os titulares dos valores mobiliários emprestados, pela sua reposição e a dos eventuais direitos a estes atribuídos no período de empréstimo, não se estabelecendo qualquer vínculo entre os mutuantes e os tomadores de empréstimo. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, os intermediários de operações de empréstimo de valores mobiliários incorrem nas mesmas responsabilidades a eles atribuídas na intermediação de operações com valores mobiliários”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 27.08.2015. Por essa razão, inclusive, EIZIRIK, analisando as operações de bolsa sob o ponto de vista da liquidação, afirmou que “as negociações em bolsa não possuem natureza contratual, já que o comprador e o vendedor não se relacionam diretamente”. Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª ed., revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 230.

meramente “conceitual²¹”) as respostas a respeito ao exercício de direitos inerentes à qualidade de acionista, quer sejam eles de titularidade do doador (como mencionado em alguns itens dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações), quer sejam de titularidade do tomador (posição de TRINDADE e da jurisprudência da CVM). Referido debate servirá, ainda, de suporte introdutório para a abordagem dos problemas práticos possíveis de ocorrência no âmbito dessa operação.

30. Hodiernamente, o aluguel de ações é regulado pela supracitada Instrução CVM nº 441, de 10 de novembro de 2006, a qual não tem resolvido por completo as questões que o mercado tem apresentado, a exemplo dos precedentes paradigmáticos supramencionados, que servem como instigação inicial para se chamar atenção a possíveis fragilidades da regulamentação da operação.

31. Em suma, o problema que se pretende examinar neste estudo é: diante do regime legal do aluguel de ações, qual a tratativa a ser dada aos direitos inerentes à posição acionária em relação aos pólos da operação (tomador e doador)? Quais problemas se verificam, ou se podem verificar, quando se realiza o aluguel de ações? E, por fim, de que forma o ordenamento jurídico poderia resolvê-los?

32. O supracitado caso das Companhias Oi trouxe um exemplo – talvez episódico, repese-se, eis que nele era economicamente vantajoso o exercício do recesso – de dúvida a respeito do modo de exercício dos direitos por doadores e tomadores.

33. A esse título, utilizaremos, para nossa investigação, os problemas a seguir listados:

34. *Problema 1.* Imagine-se que numa companhia “A”, com ações listadas em bolsa, o acionista “X” autorize à sua corretora o aluguel de determinada quantidade de suas ações, o que se aperfeiçoa com a demonstração de interesse em alugar pelo sujeito “Y” (seja ele já acionista da companhia “A” ou não) à companhia de corretagem com quem aquele contratou²². O aluguel é realizado pelo prazo de 100 dias. Imagine-se que o acionista “Y”

²¹ É incisiva e válida a lição de Alaôr Caffé Alves: “Como se poderá pensar o mundo estando fora dele?!”. Cf. ALVES, Alaôr Caffé. **Lógica: pensamento formal e argumentação**. 5ª ed. São Paulo: Quartir Latin, 2011, pp. 25.

²² Isto é, tomador e doador, *a priori*, não se relacionam diretamente, mas por intermédio de sociedades corretoras.

alugou as ações para realizar *short selling* e que, portanto, vendeu as ações a um acionista “Z”, no dia 10. No dia 20 da operação a companhia aprova um aumento de capital e sua assembleia fixa o prazo para o exercício de tal direito em 79 (setenta e nove) dias. Questiona-se: o acionista “X” poderá exercer o direito de preferência na subscrição de novas ações?

35. *Problema 2.* Imagine-se que o investidor “X” alugue do então acionista “Y” a quantia de 1.000 (mil) ações ordinárias da companhia “A”, de capital pulverizado²³. Suponhamos que “X” tenha alugado as ações para aumentar seu poder de voto e, portanto, permaneceu com as ações até o termo final definido na agressão²⁴ da operação. Imagine-se que a companhia “A” delibera um grupamento de ações, à luz do art. 12 da Lei Federal nº 6.404/76, da ordem de 1000:1 (isto é, cada 1.000 ações detidas serão convertidas em uma única ação). Questiona-se: quantas ações terão de ser devolvidas por “X” a “Y”? Qual o fundamento jurídico para essa conclusão?

36. *Problema 3.* Suponha-se que o Sr. “X” tome em aluguel as mesmas 1.000 ações ordinárias do “Sr. Y”. E suponha-se que as ações foram dadas em aluguel porque o “Sr. Y” estava impedido de votar na deliberação, eis que é administrador da companhia e a ordem do dia a ser votada diz respeito à aprovação de suas contas em tal cargo. A deliberação assemblear é legítima? Em caso negativo, quais são as medidas possíveis de serem tomadas pela companhia e/ou pelos outros acionistas?

37. Tais problemas trazem à baila o risco potencial que permeia a falta de reflexão acerca do aluguel de ações, no que diz respeito à sua própria qualificação jurídica²⁵ e à tratativa do conflito de interesses, pontos que se buscará trazer luz no presente trabalho.

²³ “Companhias de capital pulverizado são aquelas em que a dispersão acionária é significativamente elevada, de modo que nenhum acionista, ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto ou sob controle comum, detém mais da metade das ações votantes. Tais companhias integram o Novo Mercado da Bolsa de Valores, cujo regulamento impede a emissão de ações sem direito a voto (princípio do *one share, one vote*) e reduz substancialmente a possibilidade de extração de benefícios particulares por parte do acionista controlador majoritário”. Cf. MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 217-262.

²⁴ Termo utilizado pelo mercado para designar o cruzamento de informações fornecidas à clearing house pelos agentes de custódia do doador e do tomador. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>. Sítio consultado em 01.09.2015.

²⁵ Por mais que questões como o mau uso do voto tenham maior relevância em companhias listadas no Novo Mercado, cujo Regulamento exige que, em regra, todas as ações possuam direito a voto e que possuam capital pulverizado, isso não mitiga a relevância da discussão. Isso porque a discussão sobre abuso do voto e conflito de interesses volta à tona no aluguel de ações e pode, tal como o recesso no caso das Companhias Oi, suscitar

38. Ora, uma vez que se verifica tendência de crescimento²⁶ de operações cada vez mais complexas na Bolsa de Valores, como é o caso do aluguel de ações, um exame mais profundo de seu comportamento tem caráter, no mínimo, preventivo.

39. Para finalizar a parte introdutória desse primeiro capítulo, ressalte-se que o presente estudo se debruçará sobre como se operacionaliza o aluguel de ações e os motivos pelos quais se realiza tal operação.

40. Muito embora tais explicações não possam o condão de responder, diretamente, a questão da atribuição dos direitos do doador e do tomador, elas são inequivocamente relevantes para essa contextualização introdutória.

41. No mesmo sentido, serão tecidas considerações acerca da compreensão que se tem de “ação”, o objeto negociado na operação ora analisada e, por fim, panoramicamente, far-se-á um esboço histórico-legislativo do aluguel de ações no Direito brasileiro.

I.1 Operacionalização do aluguel de ações

42. O italiano Francesco CARNELUTTI afirmava que, – dizendo-se com a maior simplicidade possível – para ver como uma coisa é feita, é necessário, antes de tudo, que esteja estática, imóvel, parada²⁷.

problemas. Há, hoje, cerca de 130 (cento e trinta) companhias Listadas no Novo Mercado. Disponível em: <<http://bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/capital-social-das-empresas.aspx?Idioma=pt-br>>. Sítio consultado em 26.08.2015. Inclusive a própria BM&FBOVESPA e a BR MALLS possuem controle pulverizado e são listadas no Novo Mercado. Cf. ainda, notícia divulgada no sítio da Folha de São Paulo, há mais de 50 (cinquenta) companhias listadas na Bovespa que não possuem um acionista majoritário com mais de 50% (cinquenta por cento) das ações. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/96594-apertem-os-cintos-o-controlador-sumiu.shtml>>. Sítio consultado em 26.08.2015. Reconhecendo a relação entre as regras do Novo Mercado e a importância do papel de normas que assegurem o direito dos investidores, cf. GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, pp. 12-13. Alerta a autora, em espírito afim ao nosso, que “para que a desconcentração do controle das empresas nacionais seja possível com ganhos para todos os agentes econômicos, atingindo a estabilidade, como nos mostra a experiência estrangeira, é necessário que haja um sistema que assegure os direitos dos acionistas. Países que experimentaram a pulverização de ações sem contar com um aparato jurídico adequado tiveram problemas que repercutiram em todo o sistema econômico”.

²⁶ No segundo semestre de 2015, o volume mensal das operações de aluguel de ações foi em média de USD 14,823.84 milhões, o que parece bastante expressivo e merecedor de maior atenção do pensamento jurídico. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?idioma=pt-br>>. Sítio consultado em 06.01.2016.

²⁷ Tradução livre. No original: “*detto con la maggior semplicità possibilie (...) per vedere como una cosa è fatta, bisogna, prima di tutto, che stia ferma*”. CARNELUTTI, Francesco. **Teoria generale del diritto**. 3ª ed. Società Editrice del Foro Italiano: Roma, 1951, pp. 200.

43. Analisado de forma estática, o aluguel de ações é operação na qual o acionista doador autoriza a transferência de sua posição acionária (na íntegra ou parcialmente), por determinado tempo, a outrem, mediante remuneração (taxa ou comissão de aluguel) e a garantia (caucionada à Câmara de Ações) de que, findo o prazo estipulado, retornará à sua posição acionária original. Isso autoriza dizer, ao menos em princípio, que, durante o prazo estipulado²⁸, o “doador” das ações perderia sua condição de acionista, transferindo os direitos inerentes à posição acionária ao tomador.

44. Por exigência da Instrução Normativa 441/2006, em seu art. 2º, tanto o doador, quanto o tomador se valem de corretoras para que se operacionalize o aluguel de ações.

45. O doador transmite à sua corretora as informações de:

- (i) Espécie, classe e quantidade do ativo a ser alugado;
- (ii) Taxa de remuneração²⁹ estipulada para o empréstimo – fixada pelo tomador ou pelo doador, de acordo com a natureza da oferta;
- (iii) Prazo máximo de vigência do aluguel e de carência para devolução do ativo;
- (iv) Opção do doador ou do tomador de antecipar a devolução dos ativos ou, ainda, para renovar a operação;
- (v) Valor da comissão a ser percebida pela instituição que registrar a oferta, quando da efetivação do aluguel de ações; e
- (vi) Cotação a ser utilizada para realização dos cálculos das taxas de registro e remuneração na liquidação da operação.

46. Assim como acontece na compra e venda de ações, por meio do cruzamento de informações, localiza-se um pretense tomador (isto é, a operação é, em regra, impessoal), que tenha imputado no sistema de sua corretora dados compatíveis com a intenção do doador.

47. A responsabilidade pela compensação de todas as negociações e operações de aluguel de ações realizadas no mercado de capitais brasileiro é da Câmara de Ações, câmara de

²⁸ O prazo de vencimento pode ser: (i) um prazo previamente estabelecido para devolução das ações alugadas; (ii) prazo de um dia, renovável automaticamente, contanto que haja disponibilidade de títulos; (iii) prazo fixo de retorno das ações, com opção ao tomador de restituir as ações antes de transcorrido o prazo ou; (iv) um prazo fixo, com opção ao doador de requerer a restituição das ações antes de transcorrido o prazo. Nesse sentido, cf. KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luís. Empréstimo de ações... Op. Cit., pp. 22.

²⁹ Pode-se, v.g., utilizar a cotação média do dia imediatamente antecedente ao registro da operação econômica de aluguel de ações ou, ainda exemplificativamente, a cotação média do dia anterior ao vencimento da operação (o que nos afigura mais razoável do ponto de vista dos interesses do doador).

liquidação e compensação vinculada à BM&FBOVESPA (arts. 2º e 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 441/2006³⁰).

48. A respeito dessa espécie de entidade, Francisco Satiro de SOUZA JUNIOR³¹ ensina:

As câmaras de liquidação e compensação realizam o acompanhamento do nível de garantias oferecidas pelos participantes das operações, zelando por sua suficiência e liquidez, monitoram o nível de endividamento e alavancagem dos agentes e dão cumprimento à liquidação física (entrega de ativos) e financeira (entrega de dinheiro) das operações de bolsa. No desempenho de seu papel, as câmaras de liquidação e compensação assumem a posição de contraparte em todos os negócios realizados. Por essa razão, como visto, no momento imediatamente posterior ao fechamento do contrato, a câmara passa a ser o vendedor para o comprador e o comprador para o vendedor, desvinculando-os definitivamente, sob o ponto de vista da liquidação. Cada contratante passa a ter uma posição isolada e seu eventual inadimplemento não afetará a contraparte original. Por outro lado, ao se tornar a contraparte de todos os contratantes, a câmara viabiliza a realização da compensação multilateral, ou *netting multilateral*, que nada mais é que a liquidação das operações por compensação, mesmo que os créditos e débitos que se devam extinguir não correspondam a negócios realizados com a mesma contraparte inicial.

49. Para que estejam aptas a serem alugadas, as ações deverão estar livres de gravames ou de ônus que impeçam sua circulação (art. 3º, §4º, da Instrução CVM nº 441/2006³²).

50. Todo o procedimento é eletrônico³³, e, para sua exata compreensão, necessário que o raciocínio seja desenvolvido segregando as etapas da operação, isto é, o processo de transferência da propriedade dos valores mobiliários, que afetará diretamente o saldo da conta

³⁰ Art. 2º. “Somente as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia poderão manter serviço de empréstimo de valores mobiliários. (...)”

Art. 3º. “Nas operações de empréstimo de valores mobiliários é obrigatória a intermediação por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 26.08.2015.

³¹ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Derivativos... Op. Cit.

³² Art. 3º “(...)”. §4º. Somente serão admitidas operações de empréstimo que tenham por objeto valores mobiliários depositados em custódia nas entidades mencionadas no caput deste artigo, livres de ônus ou gravames que impeçam sua circulação”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 26.08.2015.

³³ A partir de 01º de outubro de 2005, no ambiente de Bolsa, o pregão passou a operar exclusivamente em meio eletrônico. Na lição de Marcos Cavalcante de OLIVEIRA, “o lugar feito de ferro, barro e cimento cedeu para o ‘espaço virtual’, para o ambiente das transações eletrônicas feitas não mais por intermédio de pessoas que se olham, mas pela intermediação das redes de computadores”. Cf. OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, juros e instituições financeiras**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, pp. 7.

de custódia³⁴ do investidor junto à Bolsa e o exercício dos direitos inerentes à posição acionária.

51. A transferência das ações da posição acionária da ponta doadora para a tomadora se dá por meio do cruzamento (ou, como supracitado, no jargão de mercado, “agressão”) das informações fornecidas por ambos aos seus agentes de custódia, conforme denominado pela própria BM&FBOVESPA³⁵:

A partir da identificação de uma oferta que é necessária para a realização de uma operação, realiza-se a “agressão” dessa. Esse fechamento sempre é realizado por meio das instituições intermediárias (agentes de custódia, no caso de agressão às ofertas tomadoras, ou corretoras, independentemente da natureza da oferta). Ao agredir a oferta, é necessário o preenchimento dos campos com os dados pertinentes da operação no BTC³⁶. Dado o fechamento da oferta, o BTC verifica a existência de garantias do cliente (investidor final) tomador. Caso esse cliente já possua as garantias no momento de fechamento do empréstimo, a transferência das ações do doador ao tomador e a consequente validação do empréstimo são realizadas em tempo real e de forma simultânea ao bloqueio das garantias verificadas.

52. De modo similar, na hipótese de contrato de empréstimo diferenciado³⁷, a BM&FBOVESPA aceita o requerimento de registro da operação já com a confirmação da ponta doadora.

53. Nessa modalidade, em que o caráter “impessoal” das operações bursáteis dá lugar a uma relação de cunho obrigacional, a BM&FBOVESPA é que administrará a caução exigida pela Instrução CVM nº 441/2006 e atuará como contraparte garantidora (e não a Câmara de

³⁴ Nos termos do glossário dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)”, conta de custódia é a “conta de Ativos e ouro ativo financeiro, individualizada ou não - individualizada, na Depositária da Câmara ou em outras depositárias”. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais>. Sítio consultado em 13.04.2016.

³⁵ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>. Sítio consultado em 01.09.2015.

³⁶ Nome dado ao Sistema de Empréstimo de Ativos. Nesse sentido, conferir o regulamento disponibilizado pela BM&FBOVESPA: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 06.01.2016.

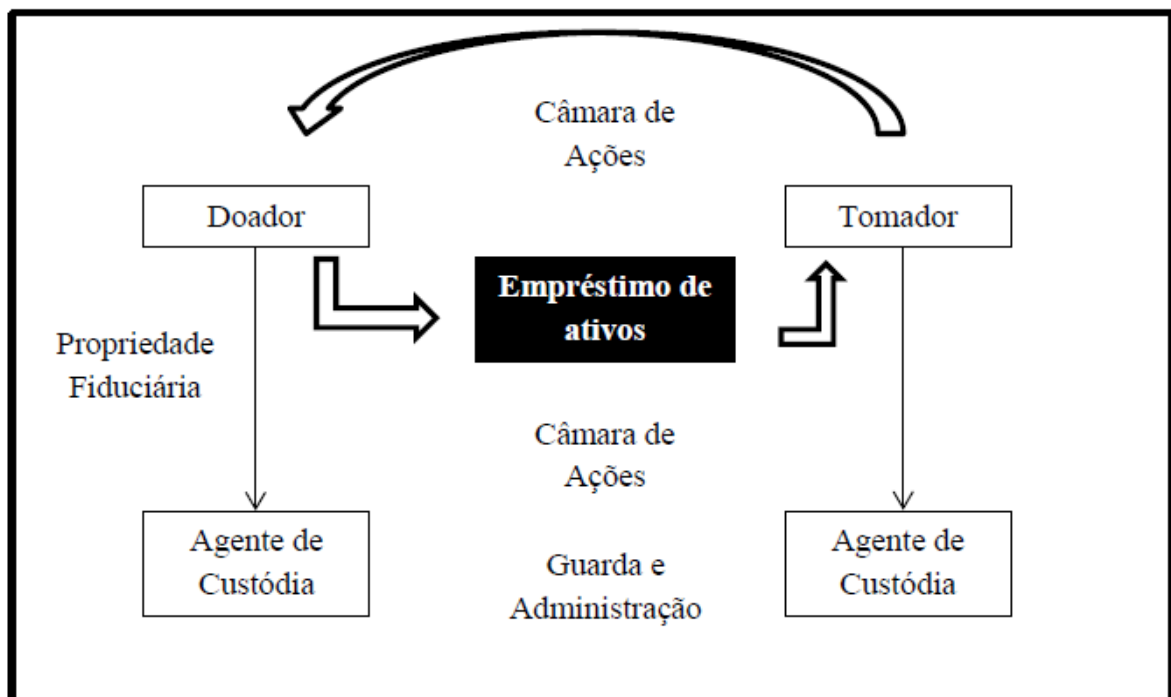
³⁷ Inclusive, a BM&FBOVESPA desenvolveu para os investidores o aplicativo “BTC Trade”, que permite o registro direto de ofertas e contratos nas próprias mesas de operações (nas hipóteses em que o investidor já possua todas as informações necessárias). Há, ademais, um processo híbrido, na ausência de todas as informações, pelo uso da plataforma CBLC Net. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_POO_Cap_05_V2.pdf>. Sítio consultado em 06.10.2015.

Ações). Nessa hipótese, a Câmara de Ações deverá aprovar as condições adicionais ajustadas pelos contratantes.

54. Esclarece-se, desde já, que o presente trabalho abordará tanto hipóteses de aluguel de ações “impessoais” quanto a situação permitida pelo item 4.2.2 do Capítulo VI dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, isto é, o “contrato de empréstimo diferenciado”.

55. De modo esquemático, o aluguel de ações, em sua forma “impessoal”, pode ser assim retratado:

Gráfico 3. Estrutura da operação de aluguel de ações



I.1.1 Deveres do agente de custódia

56. Como constante do gráfico acima, o aluguel de ações se operacionaliza por meio de agentes de custódia, sendo obrigatória a intervenção de entidades de compensação, no caso, a Câmara de Ações.

57. A exigência de agentes de custódia se deve não só ao caráter impessoal, em regra presente nas operações no mercado de capitais, mas são, sim, atribuídas funções a tais agentes que visam conferir maior segurança jurídica à operação.

58. Isto é, são os agentes de custódia, ou, como a Instrução CVM nº 441/2006 preferiu em seu art. 9º, “as entidades prestadoras do serviço de empréstimo de valores mobiliários” responsáveis pelo registro e controle dessas operações, de modo a permitir, a qualquer tempo, a identificação dos seguintes dados: (i) mutuantes e tomadores finais dos empréstimos; (ii) intermediários das operações de empréstimo; (iii) características, quantidades e valor de mercado atualizado dos valores mobiliários objeto dos empréstimos; e (iv) características, quantidade e valor de mercado atualizado das garantias dos empréstimos.

59. A relevância desse dever se encontra na necessidade de se conferir segurança jurídica à operação, garantindo, v.g., que, a seu termo, o doador terá suas ações devolvidas.

60. É dizer: em quaisquer das modalidades de liquidação da operação denominada de aluguel de ações, há prazo definido, a saber:

- (i) o aluguel pode ser reversível ao tomador, caso em que se permite que o tomador encerre o contrato a qualquer momento, tendo somente de adimplir a taxa de aluguel, que será proporcional ao tempo utilizado, e, por fim, as taxas da Câmara de Ações;
- (ii) o aluguel pode ser reversível ao doador, hipótese em que ele também poderá findar a operação a qualquer momento, caso em que o tomador terá o prazo de 4 (quatro) dias a contar da notificação para que sejam devolvidas as ações (isto é, deverá encerrar a posição vendida ou procurar um novo doador no mercado de títulos acionários); e
- (iii) vencimento fixo, caso em que tomador e doador permanecem com a operação vigente durante o período pré-estabelecido, caso em que se deve pagar a taxa de aluguel do período e as taxas da Câmara de Ações pré-fixadas³⁸.

³⁸ O regulamento da Câmara de Ações traz a seguinte redação em seu item 5: “As Operações de empréstimo de Ativos podem ter os seguintes prazos de vigência :a) prazo fixo de devolução dos Ativos para o Investidor doador de Ativos; b) prazo fixo de devolução dos Ativos para o Investidor doador de Ativos, com opção do Investidor tomador de Ativos de antecipá-lo, observado o prazo de carência determinado pelo Investidor doador de Ativos, se existir; ou c) prazo fixo de devolução dos Ativos para o Investidor doador de Ativos, com a opção do Investidor doador ou tomador de Ativos antecipá-lo, observado o prazo de carência determinado pelo Investidor doador de Ativos, se existir”.

Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/>. Sítio consultado em 26.04.2016.

61. Referida devolução acontece em “D+1” (sendo “D” o dia em que solicitada a devolução do ativo, acrescido de um dia adicional), excetuadas as situações nas quais o doador requer, em sua oferta, uma forma de remuneração diferenciada (v.g., remuneração periódica).

62. Se o aluguel for reversível ao doador (isto é, se ele solicitar a liquidação), o tomador possui um prazo de “D+4” para providenciar os ativos para devolução. Em se tratando de operação reversível ao tomador, este deve observar o prazo mínimo de D+1 da abertura do contrato³⁹ (se nele não for estipulada carência).

63. Mais do que a liquidação, interessa-nos agora o “início” do aluguel de ações. Uma vez detentor da posição acionária, o tomador pode utilizar as ações, v.g., em operações de: (i) vendas à vista; (ii) garantia de operações nos mercados de liquidação futura; (iii) cobertura no lançamento de opções de compra; (iv) venda a descoberto (*short selling*⁴⁰); ou (v) transferi-las para outra Conta de Custódia.

64. O doador das ações adquire, por meio do aluguel, a possibilidade de aumentar a rentabilidade de sua carteira, além de continuar a receber proventos (dividendos e bonificações) durante a vigência da operação. Essa remuneração⁴¹ do aluguel deve ser

³⁹ Isto é, não é possível operar *day trading* (compra e venda, ou venda e recompra, do mesmo ativo no mesmo dia) por meio do aluguel de ações.

⁴⁰ O *short selling* (ou venda a descoberto), de forma muito singela, pode ser definido como uma operação na qual alguém vende um ativo, sem possuí-lo na carteira, para recomprá-lo posteriormente até um horário limite predeterminado pela agência corretora. A este respeito, tem-se registro, na literatura, de que “[no ano de 1607] o *short selling* – a prática de vender ações que se tem emprestado, mas que não se possui, em Amsterdam pitorescamente chamada de ‘*windhandel*’ ou ‘*wind trade*’ – era uma prática corriqueira”. Tradução livre. No original: “By that time short-selling – the practice of selling shares one has borrowed but doesn’t own, in Amsterdam picturesquely called the ‘*windhandel*’ or *wind trade* – was a well-established practice”. Cf. BURKE, Kevin; MARTELLO, George. *The evolution of securities lending*. In: FABOZZI, Frank J. *Securities lending and repurchase agreements*. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, pp. 1-12. Nas palavras de Fernanda Kehdi SCHAHIN: As vendas a descoberto ou *short sales* ocorrem com a alienação ou venda de ativos tomados em empréstimo, havendo a intenção de comprar ativos idênticos em um momento posterior para devolução ao devedor. Em outras palavras, a venda a descoberto resulta na venda de uma ação ou outro ativo que o investidor não possui no momento da emissão da ordem de venda. Ela somente poderá ocorrer caso o vendedor tenha a possibilidade de tomar emprestada a ação que não detém e que deverá entregar na data de liquidação da operação, ou seja, no âmbito de uma operação de empréstimo de ações. Nesta hipótese, um ativo tomado em empréstimo pode ser vendido no mercado, pois se acredita que este papel está sobrevalorizado. O tomador, portanto, baseia-se na expectativa de que será possível recomprar esta ação a um preço inferior ao da venda e devolvê-la ao doador do empréstimo, embolsando a diferença. Diz-se do investidor que vende a descoberto que está “curto” ou que abriu uma posição curta no respectivo instrumento financeiro. A transação de recompra do ativo é chamada “cobertura” da posição curta. Cf. SCHAHIN, Fernanda Kehdi. Vendas a descoberto no âmbito do empréstimo de ações: estudo do modelo regulatório brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 49. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, pp. 35 e ss.

⁴¹ No jargão do mercado são utilizadas as expressões taxa ou comissão.

pactuada entre as partes (e seus respectivos agentes de custódia) e tem sua base de cálculo, como dito, também fixada no registro da operação.

65. No mercado de capitais, ter-se-ia o efeito positivo de aumentar a liquidez dos títulos, uma vez que os tomadores, em regra, alugam ações tendo em vista sua negociação, o que, teoricamente, ocasionaria uma melhor formação de preços dos valores mobiliários, bem como atrairia agentes de mercado que balizassem seus investimentos, limitando-os a papéis que detivessem um nível mínimo de liquidez⁴².

66. No que diz respeito à segurança de que o doador receberá seus ativos de volta, o art. 4º, §1º, inc. I, da Instrução CVM nº 441/2006 é claro ao preceituar como cláusula mínima para celebração de aluguel de ações “o compromisso de o tomador liquidar o empréstimo mediante a entrega de valores mobiliários da mesma espécie e qualidade do valor mobiliário emprestado^{43,44}”.

67. Ademais, o aluguel deve ser caucionado em valor suficiente para assegurar a liquidação de suas operações do valor dos ativos envolvidos, consoante dispõe o art. 4º, §1º, incs. III e IV, da Instrução CVM nº 441/2006⁴⁵.

68. Compreendida a parte operacional do aluguel de ações, bem como destacados os motivos pelos quais se realiza, é de rigor que, a fim de contextualizar a operação, sejam esmiuçadas as razões pelas quais ela é efetuada e, em seguida, seja examinado o objeto negociado, ou seja, a ação.

⁴² No mesmo sentido, cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de ações... Op. Cit., pp. 519.

⁴³ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 27.08.2015.

⁴⁴ “Segundo informações do BCB, a grande maioria dos valores mobiliários negociados no Brasil é escritural e existe na forma de registros eletrônicos. Tal fato permite que a liquidação dos títulos dê-se na forma de *straight-through processing*, que, em decorrência do estado da arte da tecnologia, é bastante seguro”. Cf. VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 143.

⁴⁵ Art. 4º. “As entidades mencionadas no art. 2º deverão solicitar à CVM autorização para prestar o serviço de empréstimo de valores mobiliários, juntando os seguintes documentos: (...) § 1º O regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários deverá incluir, no mínimo: (...) III – a obrigatoriedade de o tomador oferecer caução à câmara ou ao prestador de serviços de compensação e liquidação, em valor suficiente para assegurar a liquidação de suas operações, em conformidade ao disposto no art. 4º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, e em regulamentação complementar; IV – a faculdade de a entidade prestadora do serviço de empréstimo exigir a entrega de garantias adicionais, a qualquer momento e segundo os critérios estabelecidos em seu regulamento”. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst441consolid.doc>. Sítio consultado em 10.11.2014.

I.2 Razões pelas quais se realiza o aluguel de ações no mercado de capitais brasileiro

69. Por meio do aluguel de ações, o doador adquire a possibilidade de aumentar a rentabilidade de sua carteira, além de continuar a receber proventos (dividendos e bonificações) durante a vigência da operação. Para que sejam recebidas referidas importâncias, nos termos do art. 74 da Instrução da Receita Federal do Brasil nº 1.585, de 31 de agosto de 2015⁴⁶, o sistema BTC fica encarregado de “reembolsar” o doador das ações, como se ele ainda estivesse no pleno gozo de sua posição acionária.

70. O tomador, por sua vez, como já salientado, pode utilizar as ações que lhe foram transferidas para realizar uma série de operações, mormente o já conceituado *short selling*. Vale destacar que, anteriormente à Medida Provisória nº 651, convertida na Lei Federal nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, a operação ora estudada também era utilizada para realizar a manobra conhecida como “barriga de aluguel”, recorrentemente utilizada por fundos de investimento, que referida Lei quis coibir^{47,48}. Referida estratégia consistia na tomada em aluguel, por tais fundos, de ações de pessoas físicas antes do pagamento de juros sobre capital próprio, devolvendo-se as ações após sua percepção.

71. O interesse dos fundos no aluguel de ações se justificava em maior medida uma vez que o art. 14, II, da Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.585, de 31 de agosto de 2015⁴⁹, isenta-os⁵⁰ da incidência de imposto de renda na hipótese de percepção de juros sobre capital próprio.

⁴⁶

Disponível

em:

<<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 06.01.2016.

⁴⁷ A Exposição de Motivos da MP nº 651/2014 afirmou que “as operações de empréstimo de ações entre participantes de naturezas jurídicas diversas podem gerar distorções quando do reembolso dos proventos, podendo gerar um potencial “ganho” ao tomador, quando da distribuição de Juros sobre Capital Próprio pela companhia emissora, desvirtuando a natureza do empréstimo de ações. De modo a coibir a referida operação que visa o aspecto financeiro do ganho e não a operação em si de empréstimo de ações – operação de planejamento conhecida no mercado como “barriga de aluguel” – propõe-se a criação de um novo imposto de renda, à alíquota de 15%, de modo a desestimular àqueles que exclusivamente operam em mercado de empréstimo de ações pelo potencial ganho da operação “barriga de aluguel”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Exm/ExmMPv651-14.doc>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁴⁸ No mesmo sentido, o Boletim Normativo nº 82 da Supervisão de mercados da BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Boletim-Normativo-82.pdf>>. Sítio consultado em 10.09.2015.

⁴⁹ Disponível em:

<<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 16.09.2015.

72. A redação do referido dispositivo, muito similar ao que dispunha a revogada Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil 1.022/2010, contudo, encontrar-se-ia em conflito com o art. 8º, inc. I, da Lei Federal nº 13.043/2014⁵¹, por meio do qual tal manobra teve sua permissibilidade revogada do ordenamento jurídico pátrio, prestigiando-se a neutralidade tributária⁵² da operação.

73. Diz-se que “haveria” conflito porque isenção, a teor do art. 176 do Código Tributário Nacional⁵³, é matéria de lei. Com efeito, se a única lei que dispõe a respeito da matéria impõe o dever de arcar com a exação de forma indistinta, é de rigor que se entenda inaplicável o art. 14, II, da Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.585/2015.

74. Buscou-se, com a citada lei federal, conferir uma maior igualdade de competições competitivas dos fundos com os outros agentes de mercado.

75. A ideia desse dispositivo é coibir o uso dessas entidades como “barrigas de aluguel”⁵⁴ nessa operação econômica. Ao menos é o que aduz a Exposição de Motivos⁵⁵ da MP nº 651/2014 (convertida na Lei Federal nº 13.043/2014):

Ademais, as operações de empréstimo de ações entre participantes de naturezas jurídicas diversas, podem gerar distorções quando do reembolso dos proventos, podendo gerar um potencial “ganho” ao tomador, quando da distribuição de Juros sobre Capital Próprio pela companhia emissora, desvirtuando a natureza do empréstimo de ações. De modo a coibir a referida operação que visa o aspecto financeiro do ganho e não a operação em si de empréstimo de ações – operação de planejamento conhecida no mercado como “barriga de aluguel” – propõe-se a criação de um novo imposto sobre a

⁵⁰ Nos termos do art.176 do Código Tributário Nacional, isenção é matéria de lei, que **não** poderia, portanto, estar prevista em Instrução Normativa.

⁵¹ Art. 8º. “Será devido pelo tomador o imposto sobre a renda à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre o valor correspondente ao JCP distribuído pela companhia emissora do papel objeto do empréstimo em ambientes de que trata o art. 6º, na hipótese de operação de empréstimo de ações que tenha como parte emprestadora pessoa física ou jurídica sujeita ao imposto sobre a renda, e como parte tomadora: I - fundo ou clube de investimento”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2014/Lei/L13043.htm>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁵² Segundo SCHOUERI, “a neutralidade tributária não significa a não interferência do tributo sobre a economia, mas, em acepção mais restrita, neutralidade da tributação em relação à livre concorrência, visando a garantir um ambiente de igualdade de condições competitivas, reflexo da neutralidade concorrencial do Estado”. Cf. SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito Tributário**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 39.

⁵³ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5172.htm>. Sítio consultado em 18.04.2012.

⁵⁴ Como os fundos eram isentos, era freqüente que eles tomassem ações de pessoas físicas com a finalidade de perceber juros sobre capital próprio, em relação aos quais, anteriormente à MP nº 651/2014, não incidiria imposto sobre a renda.

⁵⁵ Conferir nota de rodapé n. 31.

renda, à alíquota de 15%, de modo a desestimular àqueles que exclusivamente operam em mercado de empréstimo de ações pelo potencial ganho da operação “barriga de aluguel”⁵⁶.

76. Note-se que o art. 8º da Lei Federal nº 13.043/2014 está em plena consonância (ou em pleonasmos, se se preferir) com o art. 74, §1º, da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015, vez que este dispõe que, nessas hipóteses, o “reembolso”⁵⁷ dos valores distribuídos pela companhia será integral, descontando-se – e aqui já se fazendo a compatibilização com a Lei Federal nº 13.043/2014, o imposto sobre a renda.

77. Mesmo com a derrocada das “barrigas de aluguel”, referida operação tem sido utilizada majoritariamente por investidores estrangeiros e fundos mútuos⁵⁸, que, normalmente, possuem maior expertise (e capacidade financeira para suportar o risco) para lidar com operações complexas como a aqui estudada.

I.3 Venda a descoberto: o Comunicado IOSCO e as diferenças com o mercado externo

78. O aluguel de ações é um caso exemplar de autorregulação⁵⁹ do mercado, como se observa do Comunicado feito pela IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) avaliando as condições no mercado brasileiro acerca da realização de vendas a descoberto no mercado de ações (situação na qual o aluguel de valores mobiliários é comum), divulgado pela CVM em 03 de outubro de 2008.

⁵⁶ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Exm/ExmMPv651-14.doc>. Sítio consultado em 17.09.2015

⁵⁷ Destaca-se o teor do art. 74 da IN RFB nº 1.585/2015: “O valor, integral ou parcial, **reembolsado ao prestador pelo tomador**, decorrente dos proventos distribuídos pela companhia emissora das ações durante o decurso do contrato de empréstimo, é isento do imposto sobre a renda retido na fonte para o prestador, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior”. Grifos nossos. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 22.09.2015.

⁵⁸ Ver Anexo A, ao final do presente trabalho.

⁵⁹ Como assevera Luiz Felipe Amaral CALABRÓ, “conforme disposto no artigo 36 da Instrução CVM nº 461/07, a estrutura da autorregulação deve supervisionar “as atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora”, o que significa dizer que a estrutura de autorregulação deve supervisionar a supervisão “on line” realizada pela entidade administradora, bem como todas as atividades relacionadas à organização do mercado, como, por exemplo, as atividades relacionadas à negociação, à compensação e liquidação das operações, à custódia dos valores mobiliários, e ao cadastro dos investidores”. Cf. CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Teoria Palco-Plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa**. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010.

79. O Comunicado foi formulado no contexto de crise de crédito mundial que, no ano de 2008, abalou muitas bolsas de valores, com um prejuízo incalculável. Os membros do Comitê Técnico da IOSCO, nesse ínterim, coordenaram entre si suas ações e o monitoramento das reações dos mercados às operações de *short selling* e teceram suas recomendações.

80. De ordem geral, no Comunicado, em consonância com a observação feita por TRINDADE⁶⁰ acerca dos *high frequency traders*, destacou-se que:

Os membros do Comitê Técnico notam que operações de *short selling* desempenham um papel importante e benéfico ao mercado por diversas razões, incluindo a formação mais eficiente de preços, a mitigação de bolhas no mercado, o aumento de liquidez, facilitando o uso do *hedging* [benefício experimentado pelo doador das ações] e outras atividades de administração de riscos, e, mais importante, limitando manipulações de mercado para elevar artificialmente os preços. Entretanto, operações de *short selling* podem ser problemáticas em períodos de perda de confiança no mercado. Por exemplo, no contexto de uma crise de crédito onde instituições solventes enfrentam dificuldades de liquidez, a queda no preço de suas ações em razão de operações de *short selling* pode levar a uma redução ainda maior no crédito para essas instituições, podendo até mesmo levá-las à insolvência. Existem ainda circunstâncias em que as operações de *short selling* podem ser usadas como ferramenta para enganar o mercado. Pode-se citar, como exemplo, operações de manipulação de mercado para baixo, onde um operador vende ações de uma companhia a descoberto e divulga rumores mentirosos sobre perspectivas negativas para essa companhia. Isso prejudica emissores e investidores, assim como afeta a integridade do mercado. Para minimizar a possibilidade de operações abusivas de venda a descoberto, especialmente no momento em que o mercado global de crédito está significativamente contraído, os membros do Comitê Técnico da IOSCO têm adotado ou estão confirmando medidas já adotadas, entre as quais as a seguir indicadas:

- Confirmar ou impor novas proibições em operações de *naked short selling*, através da exigência de que os operadores tomem os valores mobiliários emprestados antes de realizar as vendas a descoberto ou, alternativamente, se assegurem de que poderão tomar esses valores emprestados para atender à liquidação da operação de venda (em algumas jurisdições, essa medida foi alcançada com a cooperação de bolsas ou mercados de balcão), garantindo ainda que essas limitações não impactem negativamente setores importantes do mercado, como o de empréstimo de ações;
- Requerer que determinados investidores informem sobre as operações de *short selling* que executem, ou sobre as posições líquidas a descoberto que carreguem, aos reguladores, entidades de auto-regulação ou ao público em geral;
- Aumentar a supervisão das negociações para detectar *short selling* abusivo⁶¹.

⁶⁰ Cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de ações... Op. Cit.

⁶¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>. Sítio consultado em 10.09.2015. O investidor realiza tal operação com a expectativa de queda do preço do ativo, a fim de que possa auferir lucro. Assim, a título de exemplo, se o investidor "A", acredita ou aposta na queda do preço da ação

81. Tais recomendações se deram não só por conta da crise que afetava o cenário mundial naquele momento, mas também a fim de impor limites à regulamentação (ou desregulamentação) do aluguel de ações no direito estadunidense, como também observado por Marcelo Fernandez TRINDADE⁶².

82. O Comunicado trouxe, ainda, importante observação, que prejudica parcialmente o estudo de Direito Comparado quanto à estrutura da venda a descoberto, aduzindo que:

As condições presentes no mercado brasileiro para a realização da chamada *short sale* ou venda a descoberto, a venda de ação ou outro ativo que o investidor não possua no momento da emissão da ordem de venda, são bastante distintas⁶³ daquelas observadas em outros países.

fictícia “XYZ4”, mas não possui tal ativo em sua carteira, poderá realizar o *short selling* e se valer do aluguel de ações para “cobri-lo”. Para melhor contextualizar o *short selling* (já conceituado na nota de rodapé n. 27 do item I.1), pode-se imaginar, a título exemplificativo, que o investidor “A” venda a descoberto 100.000 ações da fictícia companhia “XYZ4” ao valor de R\$ 10,00 por ações, totalizando um montante de R\$ 1.000.000,00. Nessas condições, até o horário limite prefixado pela corretora, será preciso recomprar os ativos vendidos. Trata-se, portanto, de uma operação de *Day Trade* (isto é, deve ser finalizada no mesmo dia), podendo também ser utilizado o aluguel de ações como estratégia de *stop loss*, a qual não garante a segurança do tomador/ “nu-vendedor”, mas limita o risco por ele corrido. A ordem disparada pelo tomador indica um “gatilho” que interrompe a perda de uma posição aberta. Explica-se. Imagine-se que num contexto de *short selling*, o investidor alugue suficiente quantidade de ativos para cobrir a operação, apostando na queda do preço dos ativos. Por meio da ordem *stop loss*, o *home broker* por meio do qual opera o investidor terá a ordem (como se fosse um verdadeiro gatilho disparado) de recomprar o ativo (e adimplir suas obrigações no *short selling*) se o preço deste atingir determinado patamar. Limita, portanto, seu prejuízo.

⁶² Diz o autor: “Também a auto-regulação exercida pelas bolsas esteve na berlinda, como se viu da discussão sobre a disciplina do aluguel de ações a descoberto. Nos Estados Unidos, a ausência de limites e controles sobre o montante de ações disponíveis para aluguel, somada à brandura das sanções a que estavam sujeitos os vendedores a descoberto em caso de não entrega das ações e às dificuldades de fiscalização de operações realizadas de maneira dispersa entre vários participantes, fizeram do aluguel de ações um instrumento para manipulação de mercado. Com o objetivo de reprimir práticas consideradas abusivas no aluguel de ações, a SEC editou, em 17 de setembro de 2008, um conjunto de medidas regulatórias: (...) *In an ordinary short sale, the short seller borrows a stock and sells it, with the understanding that the loan must be repaid by buying the stock in the market (hopefully at a lower price). But in an abusive naked short transaction, the seller doesn't actually borrow the stock, and fails to deliver it to the buyer. For this reason, naked shorting can allow manipulators to force prices down far lower than would be possible in legitimate short-selling conditions*”. Grifos nossos. Cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez; SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional**. Disponível em: <<http://www.bovespaspervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>, pp. 21-23. Sítio consultado em 15.09.2015.

⁶³ Justamente porque distintas tomar-se-á o devido cuidado de não se ater muito ao Direito Comparado na presente dissertação no que concerne à venda a descoberto, dirigindo os estudos comparativos a outros aspectos do aluguel de valores mobiliários.

83. Antes de esclarecer essas diferenças, é importante destacar que o problema que norteou a orientação da IOSCO⁶⁴ foi a realização de *naked short selling*⁶⁵, possibilidade inexistente no Brasil.

84. No mercado externo, as operações de aluguel de ações (e operações de balcão, em regra) são realizadas dentro de uma instituição financeira ou entre duas instituições financeiras.

85. Não há um sistema centralizado de registro das operações, de modo que a operação fica consignada nos registros de contabilidade das instituições participantes. Ademais, há uma circunstância que evidencia uma tendência mais liberal e agressiva no mercado estadunidense, consubstanciada no fato de que às operações de aluguel de ações são impostos apenas os limites acordados (aproximando-se de termos de adesão) entre instituições financeiras e investidor. Quanto maior o volume de operações, evidentemente, maior o lucro auferido.

86. Assim, a tendência é que a limitação tenda ao mínimo. Ainda, como as transações estão dispersas dentro de um *pool* de instituições financeiras, a supervisão dos órgãos reguladores fica prejudicada em termos quantitativos e qualitativos. Isso porque não só não há a identificação do investidor final de forma centralizada, como também é dificultoso identificar-se o volume de operações (de aluguel de ações) de um único investidor.

87. Para melhor ou para pior, o Brasil seguiu sua tendência à burocratização do mercado. Vale dizer, o serviço é prestado de forma centralizada, por entidades de compensação e liquidação autorizadas pela CVM (no caso, referimo-nos ao BTC, administrado pela hoje denominada Câmara de Ações, antiga CBLIC).

⁶⁴ Não é demais lembrar que a IOSCO tem por objetivo “aprimorar a regulamentação dos mercados de títulos e valores mobiliários a fim de manter mercados equitativos, eficientes e saudáveis”. Cf. OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, juros...** Op. Cit., pp. 53.

⁶⁵ “*In a “naked” short sale, the seller does not borrow or arrange to borrow the securities in time to make delivery to the buyer within the standard three-day settlement period. As a result, the seller fails to deliver securities to the buyer when delivery is due; this is known as a “failure to deliver” or “fail”*”. Disponível em: <<https://www.sec.gov/answers/nakedshortsale.htm>>. Sítio consultado em 18.04.2016. Ou seja, no *naked short selling* o vendedor não cobre a posição vendida ou não o faz no prazo necessário. No Brasil, referida prática, em havendo dolo específico e a depender das circunstâncias concretas, pode até mesmo caracterizar crime, previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Sítio consultado em 18.04.2016.

88. Assim, cada investidor que toma ativos em aluguel é passível de identificação e todas suas operações são supervisionadas (uma vez obrigatório o registro de toda realização de aluguel de ações) pela CVM, conforme se depreende do disposto no art. 9º, da IN CVM nº 441/2006.

89. Para que se deixe a diferença entre o modelo brasileiro e outros modelos ainda mais saliente, basta ver que, em nosso ordenamento, o aluguel de ações não pode, por mais óbvio que possa soar, ser disponibilizado sem autorização do doador.

90. Nos Estados Unidos da América, por exemplo, as corretoras possuem a liberdade de alugar (ou dar em empréstimo) as ações que detêm em nome de seus clientes, sem carecer de prévia autorização⁶⁶. Sem tal controle, verificou-se, no citado ordenamento alienígena, casos em que tanto o tomador, quanto o doador das ações (com direito de voto) receberam convite para participar da assembleia, conduzindo a uma sobreposição de votos, fenômeno denominado ‘*overvoting*⁶⁷’, o que, em princípio, sequer seria possível no ordenamento jurídico brasileiro, tendo em vista o princípio *one share, one vote*, consagrado no art. 110, §1º da LSA.

91. Diversamente, a NYSE (New York Stock Exchange – Bolsa de Valores de Nova Iorque), apurou, em relação à corretora do Deutsche Bank, 22 situações de *overvoting*, num espaço amostral de 27 assembleias, realizadas entre 2002 e 2003. A instituição financeira pagou multa de US\$ 1 milhão, inadmitindo, contudo, qualquer culpa⁶⁸. O Comunicado IOSCO chama a atenção, portanto, para o fato de que o Brasil, ao regulamentar o aluguel de valores mobiliários, parece ter aprendido com as desvantagens da liberdade outrora excessiva do mercado de capitais estadunidense.

I.4 Ação: valor mobiliário fungível

92. A definição de ação encontra importância por se tratar da *res* negociada na operação ora estudada, visando-se a uma melhor exegese das normas relativas aos direitos dos

⁶⁶ HESSEL, Camila Guimarães. Riscos do Aluguel. In: **Revista Capital Aberto**, nº 43, ano 4, mar/2007, pp. 40-43.

⁶⁷ *Idem*. Nas palavras da autora, “na maioria das vezes, o investidor **sequer fica sabendo**” que suas ações foram alugadas. Grifos nossos.

⁶⁸ *Idem*.

investidores finais. Dentre as definições encontradas na doutrina, destaca-se a de FERRI⁶⁹, segundo o qual:

A ação constitui a unidade elementar na organização da sociedade; unidade elementar à qual corresponde um complexo unitário de direitos e poderes. Como tal, a ação é indivisível e indivisíveis são, outrossim, as posições subjetivas que às mesmas são inerentes. (...) O problema [das operações que envolvam mutagênese acionária] se torna delicado quando por meio de operações de fracionamento ou de reagrupamento [das ações] não todos os sócios conseguem obter um número de ações completo ou, ainda, uma ação completa e devam receber em troca um bem fracionário, que de *per se* não habilita o sócio ao exercício dos direitos e dos poderes sociais.

93. Do ponto de vista do Direito positivo, é curioso notar que a principal lei de regência das sociedades anônimas, a Lei Federal nº 6.404/76, **não** fornece o conceito de ação. Limita-se a mencionar, em seu art. 11, que a ação é fração do capital da sociedade. Por sua vez, a Lei Federal nº 6.385/76, em seu art. 2º, inc. I, identifica as ações como valores mobiliários, também sem defini-las.

94. A expressão “valores mobiliários” advém, inicialmente, de inspiração do Direito francês e, posteriormente, do Direito estadunidense. Naquele, a expressão deriva de *valeurs mobilières*, que se contrapõe aos chamados *effects de commerce*, estes últimos correspondentes ao que temos por títulos de crédito⁷⁰.

95. No que concerne ao Direito estadunidense, a ideia de valor mobiliário deriva do termo *security* definido no *Securities Exchange Act*, de 1934, que listou uma série de documentos correntemente negociados nos mercados estadunidenses, os quais, pela prática, convencionou-

⁶⁹ Tradução livre. No original: “*L’azione costituisce l’unità elementare nella organizzazione della società; unità elementare alla quale corrisponde un complesso unitario di diritti e di poteri. Come tale, l’azione è indivisibili e indivisibili sono altresì le posizioni soggettive che alla stessa sono inerenti (...) Il problema diviene delicato quando attraverso le operazioni di frazionamento o di raggruppamento non tutti i soci riescono ad avere un numero di azioni completo o addirittura una azione completa e debbano ricevere in cambio un buono fracionario, che di per se non abilita il socio all’esercizio dei diritti e dei poteri sociali*”. Cf. FERRI, Giuseppe. *Le società*. In: VASSALI, Filippo (org.). *Tratato di Diritto Civile Italiano*. Vol. 10. Tomo Terceiro. Torino: Torinese, 1971, pp. 344 e s. Aliás, o próprio FERRI defende que, caso se queira atribuir à ação a disciplina dos títulos de crédito, deve ela ser aplicada apenas “*in quei limiti in cui la stessa può essere applicata*”. Op. Cit., pp. 352. Definição semelhante foi dada por EIZIRIK: “A ação constitui um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o *status socii*, ou seja, o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social”. Cf. EIZIRIK, Nelson et alli. **Mercado de capitais**... Op. Cit., pp. 59-60

⁷⁰ Cf. YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pp. 90.

se designar de *securities*⁷¹. Fôssemos seguir a lógica do Direito estadunidense, diríamos, sucintamente, que “valor mobiliário é aquilo que tradicionalmente se entende por valor mobiliário”. Se, de um lado, tal “definição” parece fugir à tarefa de esclarecimento, de outro, reflete o caráter consuetudinário típico do sistema de *Common Law* que, ao menos aparentemente, parece se amoldar bem à plasticidade que o mercado de ações exige do Direito Comercial.

96. O que é realmente relevante para o desenvolvimento do raciocínio ora exposto é que se compreenda que a ação, quer se lhe confira ou não a qualidade de valor mobiliário⁷², implica um complexo de direitos e obrigações para seus proprietários, complexo este que, em regra, é indivisível, como preceitua o art. 28 da Lei Federal nº 6.404/76⁷³.

97. E é tal indivisibilidade que será averiguada no exame dos direitos individuais dos acionistas no aluguel de ações.

98. Igualmente relevante a questão da fungibilidade⁷⁴ das ações.

⁷¹ Na redação do *Securities Exchange Act*: “*The term security means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing*”. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Sítio consultado em 27.08.2015.

⁷² FERRI há muito, e com simplicidade, já aclarava que “Os títulos acionários, provisórios ou definitivos, são títulos de participação: eles não atribuem diretamente o direito a uma prestação, mas atribuem uma posição no âmbito da organização societária, precisamente a posição de sócio, à qual são, assim, inerentes direitos, poderes e, por vezes, até mesmo obrigações (por exemplo, quando as ações não são ainda integralizadas), mas direitos, poderes e obrigações que não o são em função (ao menos imediatamente) do título e da declaração nela contida, mas o são em função da organização societária, do seu ordenamento e de seu vencimento. No título é incorporada apenas a posição que constitui em um certo sentido a fonte da qual, em relação à determinação de ulteriores elementos de fato, surgem determinados direitos, poderes ou obrigações”. Cf. FERRI, Giuseppe. *Le società...Op. Cit.*, pp. 350. Tradução livre. No original: “*I titoli azionari, provvisori o definitivi, sono titoli di partecipazione: essi non attribuiscono direttamente il diritto a una prestazione, ma attribuiscono una posizione nell’ambito dell’organizzazione societaria, precisamente la posizione di socio, alla quale sono bensì inerente diritti, poteri e talora persino obblighi (ad. es. quando le azioni non siano ancora liberate), ma diritti poteri e obblighi che non sono in funzione almeno immediatamente del titolo e della dichiarazione in essa contenuta, ma sono in funzione della organizzazione societaria, del suo ordinamento e delle sue vicende. Nel titolo è incorporata soltanto la posizione che costituisce in un certo senso la fonte da cui, in relazione al determinarsi di ulteriori elementi di fatto, sorgono determinati diritti, poteri o obblighi*”.

⁷³ Art. 28. “A ação é indivisível em relação à companhia.

Parágrafo único. Quando a ação pertencer a mais de uma pessoa, os direitos por ela conferidos serão exercidos pelo representante do condomínio”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 27.08.2015.

⁷⁴ A esse respeito, Fábio Konder COMPARATO há muito ensinava que “dessa homogeneidade de valores mobiliários, em cada série de emissão, decorre a característica de sua fungibilidade, ausente nos títulos de

99. Se a ação fosse compreendida tão somente como bem infungível, o tomador não poderia dispor livremente daquelas que foram alugadas, porque isso inviabilizaria o retorno do doador ao *status quo ante* quando da liquidação da operação.

100. Ao se exigir a devolução das ações de emissão da mesma companhia e na mesma quantidade, espécie e classe (art. 4º, §1º, inc. I, da Instrução CVM nº 441/2006), de rigor reconhecer que se trata de bem fungível⁷⁵, possuindo os agentes de custódia sua propriedade fiduciária (art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76)⁷⁶.

101. Assim, quer por suas características, quer por definição legal, a ação é bem fungível.

crédito. Uma ação ordinária nominativa é perfeitamente substituível por outra ação ordinária nominativa, não havendo, por conseguinte, qualquer diferença de cotação entre valores mobiliários da mesma espécie, classe e forma, no mercado de capitais”. Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981, pp. 18.

⁷⁵ Segundo EIZIRIK, “as ações são consideradas fungíveis apenas para os fins do depósito e da sua restituição ao depositante”. Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada** – Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 265. No mesmo sentido, CARVALHOSA entende que “antes de depositadas e após devolvidas ao acionista [as ações] circulam e são negociadas sempre como coisa infungível. cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas** – 1º Volume – Arts. 1º a 74. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 490.

⁷⁶ “A custódia de valores mobiliários implica o dever do custodiante de guarda e administração da coisa depositada, que inclui a viabilização das negociações autorizadas pelo depositante. E esse dever de administração só pode existir no depósito regular, pois pressupõe que o titular do direito de propriedade sobre o bem depositado seja o depositante. Com efeito, se tivesse o depositário a propriedade irrestrita da coisa durante o prazo da custódia, como ocorre no depósito irregular e no mútuo, não se poderia falar em administração dos valores mobiliários depositados em favor do depositante, pois o uso que este faria dos mesmos seria em proveito próprio. (...). A propriedade fiduciária transmitida ao custodiante, desde que expressamente autorizada pelo depositante, serve apenas ao fim de permitir a negociação dos valores depositados, sem a necessidade de alteração dos registros da companhia a cada transferência autorizada”. Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas** – 1º Volume... Op. Cit., pp. 479. Diz o art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76:

Art. 41. A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações.

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

§ 2º Aplica-se o disposto neste artigo, no que couber, aos demais valores mobiliários.

§ 3º A instituição depositária ficará obrigada a comunicar à companhia emissora:

I - imediatamente, o nome do proprietário efetivo quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação; e

II - no prazo de até 10 (dez) dias, a contratação da custódia e a criação de ônus ou gravames sobre as ações.

§4º A propriedade das ações em custódia fungível será provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária.

§5º A instituição tem as obrigações de depositária e responde perante o acionista e terceiros pelo descumprimento de suas obrigações.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 18.04.2016.

I.5 Escorço histórico-legislativo do aluguel de valores mobiliários no Direito brasileiro

102. Como exposto, o aluguel de ações não é criação nova da humanidade⁷⁷, mas sim uma prática que vem crescendo no mercado de capitais brasileiro, sendo seu embrião a Instrução CVM nº 51, de 09 de junho de 1986, cujo art. 1º dispunha que “as sociedades corretoras e distribuidoras somente poderão conceder financiamento para a compra de ações e emprestar ações para venda⁷⁸”.

103. O aluguel de ações era especificamente regulado nos arts. 21 a 35 da referida Instrução. À época, era destinado exclusivamente para venda à vista⁷⁹ e já se trazia, conforme se vê de seu art. 22, a noção de que o que se emprestava era um bem fungível (“o direito de o tomador liquidar o empréstimo mediante a entrega de ações da mesma forma, espécie, classe e companhia, **independentemente** do número de ordem dos certificados por ele vendidos⁸⁰”). A caução exigida era de 140% (cento e quarenta por cento), superior à hoje requisitada (art. 23 da Instrução CVM nº 51/1986).

104. Desde a Instrução CVM nº 51/1986 houve a necessidade de um intermediário⁸¹ financeiro (sociedade corretora ou distribuidora) para a realização do aluguel de ações, de modo que o art. 29 da citada Instrução exigia a manutenção de alguns dados da operação⁸².

⁷⁷ Cf. BURKE, Kevin; MARTELLO, George. *The evolution of securities lending*. In: FABOZZI, Frank J. *Securities lending and repurchase agreements*. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, pp.1-2, em que é citado excerto de BROOKS em que se afirma que “àquele tempo [ano de 1607] o short selling – a prática de vender ações que se tem emprestado, mas que não se possui, em Amsterdam pitorescamente chamada de ‘windhandel’ ou wind trade – era uma prática corriqueira”. Tradução livre. No original: “By that time short-selling – the practice of selling shares one has borrowed but doesn’t own, in Amsterdam picturesquely called the ‘windhandel’ or wind trade – was a well-established practice”. Crê-se que se trata de um jogo de palavras que justapõe o vocábulo do inglês “wind” (vento) e o substantivo masculino alemão “Handel” (comércio, negócio). Literalmente, um “comércio do vento”, vez que no short selling se vendem as ações sem que se seja o titular-proprietário da posição acionária; no jargão do mercado, sem que se tenha “o papel em mãos”. Isto é, o tomador que aliena as ações negociaria “o vento”, posto que não seria proprietário das ações alienadas.

⁷⁸ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst051.html>>. Sítio consultado em 27.08.2015.

⁷⁹ Art. 21. “Considera-se empréstimo de ações para venda o realizado por uma sociedade corretora ou distribuidora, tendo por objeto ações emitidas por companhias abertas e admitidas à negociação em Bolsas de Valores, as quais se destinarão, exclusivamente, à venda no mercado à vista, em nome do tomador do empréstimo”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst051.html>>. Sítio consultado em 27.08.2015.

⁸⁰ *Idem*.

⁸¹ A exigência de intermediário ainda persiste. Com efeito, o art. 1º, §2º da Resolução nº 3539 do CMN, afirma que “o empréstimo de valores mobiliários de que trata o caput deste artigo deve ser intermediado por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3539_v1_O.pdf>. Sítio consultado em 28.08.2015.

105. Dez anos após, sobreveio a Resolução CMN nº 2.268, de 10 de abril de 1996, objetivando fomentar o aluguel de ações e diminuir o risco dessa estratégia de investimento. Para isso, diminuiu a caução exigida para 100% (cem por cento), a ser acrescida de percentual adicional que compensasse a variação do preço do lote de ações tomado em empréstimo em dois pregões consecutivos⁸³. A fim de assegurar a operação foi dada, à época, competência à CVM e ao BACEN (art. 3º) para alterar o percentual de garantia referido no art. 2º dessa Resolução.

106. No mesmo ano, editou-se a Instrução CVM nº 249, por meio da qual se passou a exigir que as entidades que prestassem o serviço de aluguel de ações obtivessem autorização da CVM. Para tanto, a sociedade corretora deveria apresentar os seguintes documentos: (i) minuta do regulamento do serviço de empréstimo de ações; (ii) minuta de contratos padronizados ou de termo de adesão ao regulamento do serviço de empréstimo de ações e demais normas aplicáveis da entidade, a serem firmados com o doador e com o tomador do empréstimo; (iii) método de cálculo do valor das garantias a serem apresentadas pelo tomador, e da sua atualização, que deverá ocorrer ao menos uma vez a cada dia útil; e (iv) indicação de diretor responsável pelas operações de empréstimo de ações.

107. Por meio da Instrução CVM nº 249/1996, também se explicitou a **ausência** de vínculo entre doador e tomador⁸⁴ (art. 5º), devendo as entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações manter cadastro atualizado tanto dos dados dos doadores e tomadores dos empréstimos, quanto dos intermediários da operação.

⁸² Art. 29. “As sociedades corretoras e distribuidoras deverão manter sistema de controle que possibilite, em relação às operações de empréstimo de ações para venda, a identificação, a qualquer tempo, de pelo menos, os seguintes dados: I - características, quantidade e valor de mercado atualizado das ações por elas emprestadas e vendidas (empréstimos em curso); e II - características, quantidade e valor de mercado atualizado dos títulos ou valores mobiliários integrantes da garantia das operações”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst051.html>>. Sítio consultado em 28.08.2015.

⁸³ É o que dispunha o art. 2º da citada Resolução: “Art. 2º. Em garantia do empréstimo, o tomador deverá caucionar junto à entidade de liquidação e custódia quaisquer dos ativos por ela aceitos, em valor equivalente a 100% (cem por cento) do preço do lote de ações objeto do empréstimo, acrescido de percentual adicional destinado a compensar a variação desse preço em dois pregões consecutivos. Parágrafo 1º. O percentual adicional referido neste artigo será estabelecido em função da volatilidade do preço das ações objeto do empréstimo. Parágrafo 2º. A suficiência da garantia referida neste artigo deve ser verificada diariamente”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2268_v1_O.pdf>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁸⁴ O que reforça a posição de EIZIRIK, supracitada. Conferir, nesse sentido, a referência feita na nota de rodapé nº 14 do presente trabalho.

108. O art. 3º, inc. III, da Instrução CVM nº 249/1996 passou a prever que o “contrato” deveria mencionar, no mínimo, “o tratamento a ser conferido aos direitos inerentes às ações utilizadas na operação de empréstimo⁸⁵”, de onde sobressai a importância da questão, objeto do presente trabalho.

109. De se destacar, também, que o parágrafo único de seu art. 5º previa a responsabilidade solidária dos intermediários no caso de inadimplemento do cumprimento das obrigações relativas ao aluguel de ações⁸⁶.

110. Ulteriormente, editou-se a Resolução CMN nº 3.278/2005, que revogou a Resolução CMN nº 2.268/1996 e ampliou os horizontes da operação de aluguel, possibilitando-a não somente em relação a ações, mas a quaisquer valores mobiliários. Referida norma foi revogada pela Res. CMN nº 3.539/2008.

111. De igual modo, a vigente Instrução CVM nº 441/2006 manteve referida possibilidade⁸⁷, bem como modificou a responsabilidade dos intermediários que realizassem o aluguel de ações, eliminando a regra de solidariedade. Como se vê da leitura do art. 10, parágrafo único, da Instrução CVM nº 441/2006, os intermediários de operações de empréstimo de valores mobiliários passaram a possuir as mesmas responsabilidades a eles atribuídas na intermediação de operações com valores mobiliários.

⁸⁵ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst249.html>>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁸⁶ Art. 5º. “As entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações são responsáveis, perante os titulares das ações emprestadas, pela reposição das mesmas e dos eventuais direitos atribuídos às ações no período de empréstimo, não se estabelecendo qualquer vínculo entre os emprestadores e os tomadores de empréstimo. Parágrafo único. Independentemente da responsabilidade atribuída no caput deste artigo, **os intermediários responderão solidariamente pela eventual inadimplência do cumprimento das obrigações, nas operações que intermediarem**”. Grifos nossos. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst249.html>>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁸⁷ Isso ficou expresso na audiência pública da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado que deu origem à Instrução CVM nº 441/2006: “o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução nº 3.278, de 2005, prevendo que o serviço de empréstimo mantido pelas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de valores mobiliários possa abranger quaisquer valores mobiliários nelas custodiados, não mais se restringido a ações de emissão de companhias abertas. Foi reservada à CVM a competência para adotar as medidas necessárias com vistas à regulamentação do serviço de empréstimo de que trata a referida Resolução”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2006/sdm0506.html>. Sítio consultado em 28.08.2015. Conquanto o objeto do presente trabalho seja o exercício dos direitos inerentes a quem possui a qualidade de acionista no âmbito do aluguel de ações, não se pode deixar de citar a possibilidade mantida pela Instrução CVM 441/2006.

112. Além disso, a Instrução CVM nº 441/2006 modificou parcialmente a tratativa do vínculo entre tomador e doador. Como regra geral, o art. 10 da vigente Instrução manteve a ausência de relação entre as pontas negociais dos valores mobiliários emprestados⁸⁸.

113. Essa ressalva diz respeito ao que os “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)” (doravante, “Procedimentos operacionais da Câmara de Ações”) chamaram de “contrato de empréstimo diferenciado⁸⁹”, situação na qual a instituição prestadora do serviço de aluguel de ações viabiliza operação entre partes já anteriormente concertadas.

114. A denominação de “contrato” pelos “Procedimentos operacionais da Câmara de Ações”, sobretudo quanto ao citado “empréstimo diferenciado”, leva-nos a questionar a posição de EIZIRIK, cujo fundamento para aduzir que as operações em bolsa não são contrato é justamente a ausência de relação direta entre as partes.

115. Pairando dúvida sobre a natureza jurídica do aluguel de ações, passar-se-á a perscrutá-la e, uma vez delimitada, poder-se-á avançar na discussão a respeito dos direitos individuais dos acionistas durante sua vigência e quando de sua liquidação.

⁸⁸ Art. 10. “**Ressalvadas as disposições dos contratos de empréstimo**, as entidades prestadoras desse serviço são responsáveis, perante os titulares dos valores mobiliários emprestados, pela sua reposição e a dos eventuais direitos a estes atribuídos no período de empréstimo, não se estabelecendo qualquer vínculo entre os mutuantes e os tomadores de empréstimo”. Grifos nossos. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 29.08.2015.

⁸⁹ 4.2.2 “Registro por meio de Contrato de Empréstimo Diferenciado: O Investidor tomador e o doador de Ativos encaminham à CBLC contrato de empréstimo diferenciado devidamente formalizado, contendo as especificações mínimas para que a Operação de empréstimo seja realizada. O contrato pode conter quaisquer condições adicionais que tenham sido acordadas entre as partes desde que estas tenham sido previamente submetidas e aprovadas pela CBLC. O contrato de empréstimo diferenciado deve indicar um Participante de Negociação responsável pelo registro da Operação junto ao sistema BTC e um Agente de Compensação que responde solidariamente ao Investidor tomador pelo depósito de Garantias e Liquidação da Operação de empréstimo”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 29.08.2015.

II. O NEGÓCIO JURÍDICO DE ALUGUEL DE AÇÕES

II.1 Considerações a respeito da qualificação jurídica

116. Como já demonstrado, são partes da operação de aluguel de ações: (i) o doador das ações, que oferta sua posição acionária em aluguel, através de intermediário econômico e jurídico (porque exigido pela Instrução CVM nº 441/2006), percebendo remuneração; (ii) o tomador, que também se socorre de um intermediário para tomar as ações em aluguel mediante remuneração ao doador, obrigando-se a devolver ações da mesma espécie, quantidade e qualidade; (iii) a câmara ou prestador de serviços de compensação e liquidação, que organizará e administrará o serviço de aluguel de valores mobiliários; e (iv) o intermediário, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários que esteja habilitada perante a câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e, que, a teor do disposto no art. 41, §3º, I, da Lei Federal nº 6.404/76 e do art. 9º, I, da Instrução CVM nº 441/2006, deveria comunicar a companhia emissora assim que houvesse a translação da posição acionária.

117. Compreendido o contexto negocial e a estrutura do aluguel de ações, cumpre entender sua função no mercado e definir sua natureza jurídica, a fim de alcançar a inteireza de sua compreensão.

118. Se para o aluguel de ações a intermediação é regra (art. 3º da Instrução CVM nº 441/2006⁹⁰), tal operação necessariamente se dará nos termos do art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76, que, para fins de custódia⁹¹, considera as ações bens fungíveis.

⁹⁰ Art. 3º. Nas operações de empréstimo de valores mobiliários é obrigatória a intermediação por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>. Sítio consultado em 30.08.2015.

⁹¹ Nesse sentido, LEÃES ensina que: “para os demais efeitos e relações jurídicas, as ações ao portador continuam a ser reputadas títulos-valores, fungíveis; já as ações nominativas e endossáveis se revestem de natureza infungível, posto que pressupõem, a todo momento, uma clara identidade do titular no teor literal do documento, assim como no livro de registro da sociedade emitente. Todas, no entanto, podem ser consideradas fungíveis ou fungibilizadas para efeito exclusivo da custódia, dado o enunciado genérico do art. 41 (...)”. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. I. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 392.

119. Assim, quando as ações são transmitidas ao tomador, o agente de custódia do doador é quem detém sua guarda, a qual contém características híbridas de propriedade fiduciária e de depósito⁹². Quanto à propriedade fiduciária, EIZIRIK⁹³ explica que:

A propriedade adquirida pela instituição depositária é limitada e resolúvel, pois (i) a transferência tem por fim apenas a guarda, o controle, a administração, e a viabilização das operações com valores mobiliários depositados no âmbito dos sistemas de negociação e liquidação, ou seja, o fiduciário não pode dispor das ações; e (ii) pode ser extinta a qualquer tempo, mediante a rescisão do contrato pelo depositante, retornando a ação, ou outro valor mobiliário depositado, ao seu patrimônio. Assim, os valores mobiliários transferidos à instituição depositária, durante o prazo em que vigorar a custódia, não integram, para quaisquer fins, o seu patrimônio. A instituição depositária, a despeito de receber a propriedade fiduciária dos valores custodiados, terá as mesmas obrigações do depositário, de acordo com o regulado pelo Código Civil.

120. No aluguel de ações, o doador transmite a propriedade fiduciária de suas ações com o fito de a sociedade corretora ou distribuidora de títulos repassar sua custódia à Central Depositária de Ativos da BM&FBOVESPA (Câmara de Ações), que atuará como *clearing house*, a fim de que se transfira a posição acionária a tomador que lance, por meio de seu intermediário, oferta compatível a ser encontrada pelo sistema BTC⁹⁴. Até que tal cruzamento de dados (no jargão do mercado, “agressão”) se efetive, as ações custodiadas permanecerão em depósito na conta de custódia, de modo que o depósito das ações na Câmara de Ações/CBLC pelo agente de custódia, a mando do investidor doador, combina elementos tanto do contrato de mandato, quanto do depósito regular⁹⁵.

⁹² Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A Comentada** – Volume I... Op. Cit., pp. 267.

⁹³ *Idem*, pp. 268.

⁹⁴ Assim informa o sítio da BM&FBOVESPA: “Qualificam-se como investidores doadores de ativos os agentes de custódia e os investidores clientes dos agentes de custódia. Os agentes de custódia doadores de ativos devem firmar com a BM&FBOVESPA o Termo de Adesão ao BTC – Agentes de Custódia, autorizando expressamente o empréstimo e a transferência de seus ativos para sua conta de empréstimo mantida na Central Depositária da BM&FBOVESPA. O investidor doador de ativos deve firmar contrato com seu agente de custódia, no qual autorize expressamente a transferência dos seus ativos para a carteira de empréstimo mantida na Central Depositária da BM&FBOVESPA, e a posterior efetivação da operação de empréstimo”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>. Sítio consultado em 31.08.2015.

⁹⁵ Assim restou consignado no Parecer PJU nº 001/2000 da CVM “a custódia fungível de ações é depósito regular por disposição legal, porque, apesar de receber as ações como valores fungíveis (art. 41 da Lei nº 6.404/76), o depositário não pode dispor das ações depositadas e fica obrigado a restituir ao depositante a mesma quantidade de ações recebidas (...). Destaca-se que é irrelevante para a configuração do depósito como regular que as ações sejam recebidas na custódia como coisas fungíveis, porque fora dela mantém a sua infungibilidade. (...) Na relação que se estabelece, apenas a posse imediata das ações é transferida ao depositário, que não pode obstar o exercício do direito de propriedade do depositante. (...) Além de depósito regular, é também depósito voluntário, que se aperfeiçoa por um contrato escrito [o Termo de Autorização de Cliente, no caso do aluguel de ações] (art. 1.281 do CC), de caráter real, mercantil, bilateral e oneroso (...). Acresce ao já exposto que a relação

121. Cabível, contudo, crítica quanto à ideia de transmissão da “propriedade fiduciária”, vez que, a esta espécie, se aplicaria o disposto nos arts. 1.361 a 1.368-A do CC/2002 e somente tem por objeto bens infungíveis, o que se aplicaria apenas às ações nominativas. Filiamo-nos ao pensamento de Vera Helena de Mello FRANCO⁹⁶:

Para efeito da administração destes títulos, diz-se que a instituição financeira custodiante adquiriria a propriedade fiduciária, (atualmente regulada nos arts. 1.361 a 1.368-A do CC/2002), dos títulos entregues em custódia. Vale dizer que a custodiante teria a propriedade resolúvel dos títulos entregues em custódia, reservando-se a posse direta para o custodiado, pelo prazo ajustado no contrato celebrado com a instituição custodiante. Tem este teor o disposto na norma do art. 41 da Lei 6.404/76, ao dispor que a instituição depositária adquire a propriedade fiduciária. Todavia, esta afirmação em princípio, iria de encontro com a orientação abrigada na redação original do art. 1.361, *caput*, do CC/2002. Tem-se em vista que, por um lado, a propriedade fiduciária, tal como ali disciplinada, somente poderia ter objeto bens infungíveis, conforme o disposto na norma do art. 1.361, *caput*, do CC/2002; por outro que se reservava para o proprietário original a posse direta, o que não é o caso, posto que a posse direta dos títulos custodiados passe para a instituição custodiante. Com este teor, quiçá, melhor, seria, ao invés de falar-se em propriedade fiduciária, atermo-nos à ideia de contrato de guarda, como preleciona Caio Mario da Silva Pereira – por importar em administração, modalidade na qual se associaria[m] ao contrato de depósito típico outras obrigações ou prestações de atividades, *in casu* a de administrar os títulos ou valores mobiliários depositados. Mas, mesmo assim, a assimilação seria defeituosa, pois na visão do insigne doutrinador, a custódia equivaleria sempre a um depósito regular, ao qual se acresceria a prestação de serviços decorrentes da administração. Salutarmente, porém, a ementa trazida pela Lei 10.931/2014, tal como decorre da norma do art. 1.368-A, sanou o problema remetendo a questão para a lei especial, com o que permanece, para estes papéis, dentre outras, a orientação do já mencionado art. 41 da Lei 6.404/76.

122. A ideia de contrato de guarda parece-nos mais compatível com a realidade do aluguel de ações, colocaria uma pá de cal na questão da fungibilidade. Com efeito, a interpretação do art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76 diante da estrutura do aluguel de ações dá a entender que se transfere a custódia de um bem fungível, mas, enquanto durar a custódia, sua relação com a

jurídica que se forma entre depositante e depositário (depósito regular), presente nas relações emergentes da custódia fungível de ações, funda-se essencialmente no elemento *confiança*, motivo pelo qual qualquer abalo neste elemento intrínseco daquela relação jurídica deve obrigatoriamente comportar a devolução da coisa objeto do depósito. (...) A relação entre o acionista depositante e a corretora é de mandato, no que respeita à custódia fungível de ações. (...) Cabe lembrar ainda que a perda da confiança na custódia fungível significaria um paradoxo em relação aos fundamentos históricos da sua criação, que teriam sido promover a centralização da guarda de títulos, para fortalecer a segurança e ampliar a eficiência do mercado, diminuindo o risco de extravio de valores e aumentando a liquidez no mercado, na medida em que colaboraria para o processo de “desmaterialização” dos títulos no Brasil”. Disponível em:

<http://docvirt.com/docreader.net/DocReader.aspx?bib=juris_cvm_wi&pagfis=7743&pesq=>. Sítio consultado em 03.09.2015.

⁹⁶ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos: Direito Civil e Empresarial**. 3ª ed., revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, pp. 193-194.

corretora lhe dará tratamento de bem infungível, e, após transferida a posição acionária ao tomador, “tornará” a ação a ter tratamento fungível. Utilizando-se a ideia de contrato de guarda, a questão da fungibilidade, também explorada no item I.4 fica resolvida.

123. Cumpre, então, para melhor o rol de relações envolvidas no aluguel de ações, enumerá-las⁹⁷:

- a. O investidor doador de ativos tem de firmar “Termo de Autorização de Cliente” com seu agente de custódia, autorizando-o a **representá-lo** em operações de aluguel de valores mobiliários e permitindo a **transferência** dos ativos para sua conta de empréstimo mantida junto ao Serviço de Depositária da Câmara (“relação 1”);
- b. Os agentes de custódia doadores de ativos (cuja própria terminologia, adotada pela BM&FBOVESPA, indicia a ausência de vínculo contratual (ao menos direto) entre os investidores finais, consoante expresso no art. 10 da Instrução CVM nº 441/2006) têm de firmar com a Câmara o “Termo de Adesão ao Banco de Títulos da Câmara – Agentes de Custódia da Câmara”, autorizando expressamente o aluguel e a transmissão de seus ativos para sua conta de empréstimo na Câmara (“relação 2”);
- c. O investidor tomador de ativos tem de firmar o “Termo de Autorização de Cliente” autorizando expressamente o Participante de Negociação⁹⁸ a representá-lo em operações de empréstimo e a transferência dos Ativos recebidos em empréstimo para uma Conta de Custódia especificada (“relação 3”);
- d. Os participantes de negociação tomadores e doadores de ativos devem firmar com a Câmara um “Termo de Adesão ao Banco de Títulos da Câmara - Participante de Negociação”, autorizando expressamente o empréstimo e/ou a doação, e a transferência de seus ativos para sua Conta de Custódia ou conta de empréstimo mantida junto ao Serviço de Depositária da Câmara, conforme o caso (“relação 4⁹⁹”).

124. Para se aferir se tais relações são contratos¹⁰⁰, quer individualmente, quer em conjunto, deve-se definir o que vem a ser contrato¹⁰¹. Desde já, aponte-se que o Código Civil deixa de

⁹⁷ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 03.09.2015. A enumeração se dá para fins didáticos, uma vez que tais atos não são estanques e não se dão necessariamente na sequência posta. Vale dizer, da ponta do doador, é perfeitamente possível que aqui chamadas “relação 1”, “relação 2” e “relação 4” se deem simultaneamente; da ponta do tomador, o mesmo se pode dizer das seccionadas “relação 3” e “relação 4”. Isto é, o fato de aqui se ter explicado de modo desmembrado não significa *necessariamente* que não haja unidade contratual.

⁹⁸ Na definição da BM&FBOVESPA, participante de negociação é a “instituição autorizada a realizar Operações para carteira própria ou por conta e ordem de seus clientes nos Ambientes de Negociação”, assim entendidos como “entidade administradora de mercados organizados de bolsa ou de balcão e mercados de balcão não organizados, onde as Operações são realizadas”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 03.09.2015.

⁹⁹ Para exemplos desse tipo de minuta, ver Anexo B.

¹⁰⁰ E se de relações se fala, está-se a analisar o caráter dinâmico do aluguel de valores mobiliários, isto é, a operação enquanto fato jurídico. Analisássemos apenas o objeto jurídico (aspecto estático), razão poderia assistir a EIZIRIK, que não vê nas relações de bolsa natureza contratual. Analisados os aspectos dinâmicos do aluguel de ações, o que se verifica é um complexo de relações em uma operação econômica única, Acerca da estática e

fazê-lo, limitando-se, a discorrer sobre sua função social e sua formação (seção II, do capítulo I, do título V, do Código Civil). Também o Código Civil de 1916 deixou de fazê-lo, em seus arts. 1.079 e ss.

125. Uma vez que a lei não define o que vem a ser contrato, cumpre-nos fazê-lo. Contrato (do latim *contractu*, que significa “tratar com”) é um negócio jurídico, assim compreendido como o ato jurídico lícito, por meio do qual dois ou mais sujeitos reciprocamente e direta ou indiretamente se vinculam a fim de regular interesses (lícitos) que digam respeito a objetos economicamente mensuráveis, buscando satisfazer suas necessidades, criando, transferindo, resguardando, modificando ou extinguindo direitos e deveres.

126. Na definição do Código Civil Italiano (art. 1321), que também contribui para nossa definição introdutória, uma vez que os Códigos Civis brasileiros de 1916 e de 2002 optaram por não definir referido instituto¹⁰², mas em tal ordenamento se inspiraram, contrato “é o acordo de duas ou mais partes para constituir, regular ou extinguir uma relação jurídico-patrimonial entre elas”. Desmembrando referido dispositivo, ROPPO¹⁰³ explica que:

Os componentes da definição de contrato são essencialmente três. O primeiro componente é o acordo dos interessados (tecnicamente das “partes”). Portanto, o contrato é um ato consensual. O segundo componente diz respeito ao objeto do acordo: uma relação jurídico-patrimonial. Portanto, o contrato é um ato jurídico-patrimonial. O terceiro componente concerne ao modo de se vincular o acordo ao seu objeto: não descritivo ou valorativo, mas finalístico ou voluntarístico. Indica-o a preposição de escopo “para”: as partes não se acordam sob um juízo (de fato ou de valor), mas *para um fim*,

dinâmica jurídica, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed., revista e aumentada. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 19-22.

¹⁰¹ Nas palavras de Vincenzo ROPPO, “como (quase) toda definição jurídica, também a nossa serve essencialmente para determinar a aplicabilidade de uma disciplina jurídica”. Tradução livre. No original: “come (quase) ogni definizione giuridica, anche la nostra serve essenzialmente a determinare l’applicabilità di una disciplina giuridica”. Cf. ROPPO, Vincenzo. *Il contratto*. Milano: Giuffrè Editore, 2001, pp. 3.

¹⁰² Idêntica à definição do Código Civil italiano é aquela adotada, v.g., por Clóvis Beviláqua. Cf. BEVILÁQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1934, pp. 245.

¹⁰³ *Idem*, pp. 4. Tradução livre. No original: “Le componenti della definizione di contratto sono essenzialmente tre. La prima componente è l’accordo degli interessati (tecnicamente delle “parti”) Dunque il contratto è un atto consensuale. La seconda componente riguarda l’oggetto dell’accordo: un rapporto giuridico patrimoniale. Dunque il contratto è un atto giuridico-patrimoniale. La terza componente riguarda il modo di atteggiarsi dell’accordo rispetto al suo oggetto: non descrittivo o valutativo, bensì finalistico ovvero volontaristico. Lo indica la preposizione di scopo “per”: le parti non si accordano su un giudizio (di fatto o di valore), ma per un fine, che è incidere su un rapporto giuridico patrimoniale; esse concordemente vogliono costituirlo, regolarlo o estinguerlo. Dunque il contratto è un atto di volontà. Solo un atto che sia al tempo stesso atto di volontà, atto consensuale e atto giuridico-patrimoniale è un contratto. Non è contratto la fattispecie in cui manchi uno o più di questi elementi”.

que é incidir sobre a relação jurídico-patrimonial; a qual, mediante acordo, querem constituir, regular, ou extinguir. Portanto, o contrato é um ato de vontade. Só um ato que ao mesmo tempo seja ato de vontade, ato consensual e ato jurídico-patrimonial é um contrato. Não é um contrato a *fattispecie* na qual faltem um ou mais desses elementos.

127. Como explicitado, consoante o entendimento da CVM, com o qual se concorda, a “relação 1” combina, a um só tempo, elementos do mandato e do depósito regular¹⁰⁴.

128. A “relação 2”, por sua vez, possui natureza jurídica de mandato com representação¹⁰⁵, estando o depositário autorizado a transferir para sua conta de empréstimo na Câmara de Ações as ações a serem alugadas.

129. De igual modo, a “relação 3” possui natureza jurídica de mandato, no âmbito do qual devem se ressaltar certas obrigações do tomador, a saber, aquelas estipuladas na Lei Federal nº 10.214, de 27 de março de 2001, concernentes à liquidação do aluguel de ações¹⁰⁶, a fim de

¹⁰⁴ Esse é também o entendimento de Vera Helena de Mello FRANCO, segundo a qual: “o banco assume a custódia dos títulos recebidos e a obrigação de administrar esses títulos, situação em que, segundo Molle, ocorreria uma prestação de gestão, passível de ser enquadrada na figura do mandato. Ter-se-ia aqui um contrato misto em que se mesclariam elementos do depósito e do mandato. Em consequência, o contrato estaria submetido a uma disciplina dupla: aquela específica do depósito, com relação a prestação de custódia e aquela própria do mandato tendo em vista a atividade de administração. (...). Mas esta prestação de serviços administrativos, não se reduziria quer ao mandato quer ao depósito, mesclando-se no contrato elementos de ambos os contratos, e, adequando-se à linguagem atual da ANBID, igualmente, sugerimos prestação de serviços”. Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos...** Op. Cit., pp. 198-199. Cf. ainda, MOLLE, Giacomo. **Manuale di diritto bancario**. 2ª ed. Milano: Giuffrè Editore, 1977, pp. 167-171.

¹⁰⁵ Inclusive guardando certa semelhança com o *proxy machinery*, regulado pela Instrução CVM 481. O mandato se dá *ad negotia*, dizendo-se com representação porque o único que pode transferir as ações é o agente autorizado pelo doador. A título de exemplo, a autorização para aluguel de ações fornecida pela corretora do Santander diz que: “As ordens do CLIENTE (“Ordens”), autorizando operações de empréstimo na qualidade de Tomador ou Doador ou Tomador e Doador de títulos, ativos ou direitos (“Operações”) deverão ser feitas verbalmente ou por escrito, conforme opção do CLIENTE na sua Ficha Cadastral e conterão, no mínimo, a identificação do emissor, da quantidade, espécie e classe dos ativos, o prazo de vigência e a taxa de remuneração pactuada”. Disponível em: <https://www.santander.com.br/document/wps/contrato_aluguel.pdf>. Sítio consultado em 07.01.2016.

¹⁰⁶ Destaca-se, principalmente, o disposto no art. 4º da referida Lei Federal: Art. 4º. “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços. §1º. As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação não respondem pelo adimplemento das obrigações originárias do emissor, de resgatar o principal e os acessórios de seus títulos e valores mobiliários objeto de compensação e de liquidação. §2º. Os sistemas de que trata o caput deverão contar com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas. §3º. Os mecanismos e as salvaguardas de que trata o parágrafo anterior compreendem, dentre outros, dispositivos de segurança adequados e regras de controle de riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias aportadas

que aquele que recebe a posição acionária se responsabilize pela restituição do doador a seu *status quo ante*. Para tanto, inclusive, reitere-se que o tomador deve caucionar a operação em de modo suficiente, *ex vi* do art. 4º, §1º, inc. III, da Instrução CVM nº 441/2006.

130. Para que a reflexão a respeito da qualificação jurídica do rol de direitos e obrigações caracterizar da operação efetivamente desejada (“relação 4”), necessário compreender com um pouco mais de profundidade o papel da Câmara de Ações¹⁰⁷, detentora da propriedade fiduciária (ou guarda, como defendemos) dos ativos até que se concretize a operação.

131. Chama-se a atenção para o fato de que o ente que possui a dita propriedade fiduciária transfere ao tomador o domínio pleno das ações emprestadas, tanto que este as usa, entre outras razões, para cobrir vendas a descoberto. E mais: pode-se imaginar sem maiores celeumas situação em que o tomador não deseje vender a descoberto, mas, num momento ulterior, durante a vigência do aluguel, decida alienar as ações, e é livre para fazê-lo.

132. Utilizando-se a concepção de guarda, e, portanto, resolvendo-se o problema da “propriedade fiduciária”, o problema que ocorre, para fins de qualificação jurídica da “relação 4”, completando a caracterização do aluguel de ações, é outro: a Instrução CVM nº 441/2006, em seu art. 2º, §1º aduz que entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia” poderão editar regulamento a respeito do serviço de empréstimo de ativos e esse regulamento estará disponível na Internet.

133. O poder normativo da CVM, por sua vez, decorre de interpretação conjunta do art. 174, 177, §2º, III da Constituição Federal de 1988, e art. 8º, I, 15 e 18, II, da Lei Federal nº 6.385/76. Uma vez autorizada a editar instruções regulamentadoras de operações na bolsa e no mercado de balcão, de rigor que podia a CVM editar a Instrução nº 441/2006 e, nesse ínterim, dispor que às *clearing houses* incumbiria a normatização adicional.

pelos participantes”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10214.htm>. Sítio consultado em 03.09.2015.

¹⁰⁷ A quem a Circular nº 3773, de 01º de dezembro de 2015 do BACEN atribui, ao alterar a redação do art. 11-A do Regulamento Anexo à Circular nº 3.057 de 31 de agosto de 2001, a condição de “parte contratante para fins de liquidação das obrigações, realizada por seu intermédio, ressalvado o risco de emissor”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50111/Circ_3773_v1_O.pdf>. Sítio consultado em 09.12.2015.

134. Referido entendimento também decorre do disposto no art. 8º, §1º da Lei Federal nº 6.385/76 e da Resolução do Banco Central do Brasil nº 3.539, de 28 de abril de 2005¹⁰⁸ (editada por força da competência que lhe fora atribuída pelo art. 9º, da Lei Federal nº 4.595/64).

135. Pode-se discutir – e aqui se fará – o acerto ou não da regulamentação da Câmara de Ações, autorizada na forma supracitada. O que não se pode discutir, contudo, é que estava a *clearing house* autorizada a fazê-lo¹⁰⁹.

136. Uma vez presente autorização constitucional e legal, a BM&FBOVESPA editou os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, e, em sua leitura, verifica-se que, no âmbito do aluguel de ações, há direitos transmitidos na íntegra e outros que não são transmitidos ou que poderiam sê-lo pelo tomador em nome do doador, segundo o regulamento da *clearing house* em questão, nenhum dos quais exercitáveis pela central depositária, sobre a qual voltaremos os olhos um pouco, mormente em razão da escassa bibliografia nacional a respeito do aluguel de valores mobiliários.

II.2 O papel da central depositária de ativos da BM&FBOVESPA: reflexões sobre a Câmara de Ações

137. Por exigência do art. 3º da Instrução CVM nº 441/2006, é obrigatória a intermediação por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

138. Não é obrigatória, contudo, a intermediação por sociedades corretoras ou distribuidores de títulos, de modo que a presença de tais entes é uma faculdade (art. 3º, §1º, da Instrução CVM nº 441/2006).

139. Tanto assim o é que os “Procedimentos operacionais da Câmara de Ações” contemplam, em seu item 4.2.2, a hipótese de empréstimo diferenciado, no qual os próprios investidores finais – doador e tomador –, após se ajustarem, encaminham à Câmara de Ações

¹⁰⁸ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3539_v1_O.pdf>. Sítio consultado em 18.04.2016.

¹⁰⁹ Vale dizer, a regra da liberdade de autonomia privada é balizada pelos limites da lei.

as condições do contrato encetado, fugindo, dessa forma, do caráter impessoal, “contra o mercado”, que as operações bursáteis costumam ter.

140. A Câmara de Ações, não é demais reiterar, à luz do art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76, possui a guarda das ações enquanto não firmado o aluguel. Uma vez celebrado, a Câmara de Ações se torna parte contratante para fins de liquidação “das operações realizadas por seu intermédio¹¹⁰”.

141. Assim, pode-se, desde já, afirmar que fora correta a leitura de EIZIRIK, de que, analisadas sob o ponto de vista da liquidação, não há contrato nas operações levadas a efeito pela Câmara de Ações. Tal circunstância consta, inclusive, do supracitado art. 10 da Instrução CVM nº 441/2006, o que de modo algum elide a unidade econômica da operação.

142. Analisando as *clearing houses* do ponto de vista funcional, Luiz Carlos STURZENEGGER¹¹¹ ensina que:

A função dessas câmaras é garantir a finalização das operações, com a transferência dos valores para quem de direito e a redução dos riscos para os participantes de seu sistema. Para tanto, utilizam-se dos instrumentos da compensação bilateral ou multilateral, operando a liquidação por contabilidade, mediante encontro de contas. Evitam-se, assim, os pagamentos por caixa de cada um dos instrumentos financeiros girados, havendo a transferência real de fundos, quando necessária, somente após a apuração do saldo residual das contas (ativas ou passivas) entre as instituições participantes do sistema. Nos ambientes sistemicamente relevantes, as *clearings houses*, além de possibilitarem a compensação dos créditos recíprocos, desempenham também importante papel na contenção dos riscos de crédito e de liquidação entre os participantes. Os contratos originalmente celebrados entre esses participantes, por intervenção obrigatória da *clearing house*, desaparecem, passando a *clearing* a ser a parte compradora de todos os vendedores e a parte vendedora de todos os

¹¹⁰ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do “patrimônio de afetação” e o novo sistema de pagamentos brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001, pp. 58-101. Diz o autor: “Dentro da nova moldura legal do sistema de pagamentos brasileiro acha-se contemplada norma segundo a qual, nos ambientes sistemicamente relevantes, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação (*clearings houses*) assumirão, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das operações realizadas por seu intermédio. Prevê também essa nova sistemática que cada um desses subsistemas deverá contar com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços assegurar a certeza de liquidação das mencionadas operações. O princípio básico desse modelo, explicitado na Exposição de Motivos que encaminhou a proposição governamental ao Congresso, é confinar em cada um dos subsistemas os problemas nele gerados, de forma a evitar que se propaguem para outros subsistemas igualmente relevantes e, principalmente, para o Banco Central do Brasil, fiador último do sistema. Desenganadamente, pois, a pedra de toque do novo sistema de pagamentos chama-se segregação de riscos”.

¹¹¹ *Idem*.

compradores. Assim, a incapacidade de cumprimento das obrigações de uma das partes no contrato originalmente celebrado não representa o não recebimento daquela prestação pela sua contraparte, visto que a *clearing house*, tendo dado curso à operação, estará a garantir o cumprimento de todas as obrigações pactuadas no âmbito de seu sistema.

143. No âmbito do aluguel de ações, o papel da Câmara de Ações (antiga CBLC) é de minimizar o risco de mercado que possa advir de um possível inadimplemento dos investidores finais (doador e tomador).

144. Nesse ínterim, inteiramente razoável que se transfira a guarda das ações (ou de outro valor mobiliário que se pretenda dar em aluguel) à Câmara de Ações, que deterá a custódia das ações até que se concretize a operação.

145. Isto é, a Câmara de Ações adquire a propriedade de modo limitado, atrelando-se à sua “aquisição” o dever de guarda das ações, bem como de sua administração e das cauções prestadas pelo tomador até que se dê o termo do aluguel, quando então a *clearing* depositária deverá restituir ao doador seu *status quo ante*, liberando a caução do tomador ou, em caso de inadimplência, levantando a caução em favor do doador a fim de ressarcir-lo¹¹².

146. No mesmo sentido, o art. 23 da Lei Federal nº 12.810 dispõe que:

O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos¹¹³.

147. A mesma obrigação de identificar os investidores finais é exigida pelo art. 9º, inc. I, da Instrução CVM nº 441/2006 e pelo art. 41, §3º, I, da Lei Federal nº 6.404/76. Referidos dispositivos devem ser analisados sob o prisma também do art. 4º da Lei Federal nº 10.214, de

¹¹²Acerca da propriedade fiduciária, cf. CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio fiduciário**. Rio de Janeiro : Renovar, 1998. Sobre o negócio fiduciário, ASCARELLI ensina que: A característica do negócio fiduciário deriva do facto de realizar uma transmissão de propriedade, mas de o seu efeito de direito real ser parcialmente neutralizado por uma convenção entre as partes em virtude da qual o adquirente [o agente de custódia] pode aproveitar-se da propriedade adquirida, exclusivamente para o fim especial pretendido pelas partes, e é obrigado a devolvê-la logo que aquele fim [o uso pelo tomador pelo tempo e demais condições estipuladas com a consequente liquidação] esteja realizado”. ASCARELLI, Tullio. **Negócio jurídico indirecto**. Lisboa: Jornal do Fôro, 1965, pp. 13.

¹¹³ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2013/Lei/L12810.htm>. Sítio consultado em 05.09.2015.

27 de março de 2001¹¹⁴ e do que dispõe a Instrução CVM nº 541/2013, que trouxe luz ao entendimento que já vinha sendo adotado pela CVM no que concerne à natureza jurídica do aluguel de ações¹¹⁵.

148. Nas palavras de Julya Sotto Mayor WELLISCH¹¹⁶:

Como decorre do próprio regime de titularidade fiduciária, o depositário central não pode dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária e fica obrigado a restituí-los ao seu efetivo titular ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, ao seu representante, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado (art. 24, § 4.º da Lei 12.810/2013). Neste ponto, parece oportuno observar que, como regra, não há relação direta entre o depositário central e o investidor, titular efetivo dos ativos financeiros ou valores mobiliários objeto do depósito centralizado. A Instrução considera como “investidores” a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários e que, na qualidade de clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central. Exatamente por isso, a constituição do depósito somente poderá ser solicitada, conforme a natureza dos valores mobiliários, por ato do custodiante que preste serviços para o investidor ou do emissor do valor mobiliário. Todo o relacionamento do investidor (titular efetivo do valor mobiliário) com o depositário central se dará por meio do custodiante,

¹¹⁴ Art. 4.º. “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10214.htm>. Sítio consultado em 05.09.2015.

¹¹⁵ Inclusive no que concerne ao serviço de custódia, a Instrução CVM 541/2013 corrobora com o raciocínio de Vera Helena de Mello FRANCO, supracitado: Art. 1.º. “O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários deve ser prestado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos da presente Instrução. § 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no caput compreende as seguintes atividades: I – a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; II – o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e IV – o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito. § 2º Os valores mobiliários depositados nas contas de depósito centralizado são representados e movimentados apenas sob a forma de registros escriturais efetuados nas referidas contas. § 3º A presente Instrução: I – não se aplica às posições detidas em mercados de derivativos, exceto pelo disposto no § 4º do art. 35; e II – aplica-se às letras financeiras e a outros instrumentos que em caso de distribuição pública sejam sujeitos à competência da CVM. § 4º Consideram-se investidores, para os efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários e que, na qualidade de clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central”. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst541.pdf>>. Sítio consultado em 07.09.2015.

¹¹⁶ Cf. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Títulos nominativos: da cártula ao depósito centralizado. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 66. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, pp.35-62.

ao qual incumbe a realização de todos os atos de identificação dos investidores perante o depositário central e de representação para a realização de atos relacionados ao depósito, observadas as regras e procedimentos mínimos estabelecidos pela própria entidade depositária (art. 32, § 2.º da Instrução CVM 541/2013). Na mesma linha, e como já afirmado, qualquer movimentação de valores mobiliários somente pode ser realizada por meio de instrução emitida pelo custodiante, a qual deve decorrer, necessariamente, de comandos ou autorizações emanados dos próprios investidores (art. 34 da Instrução CVM 541/2013).

149. O liame entre tais relações contratuais, *ex vi* do art. 34 da Instrução CVM nº 541/2013, interpretado sistematicamente com os arts. 3º, 9º e 10 da Instrução CVM nº 441/2006 e com o art. 41 da Lei Federal nº 6.404/76, faz-nos crer estarmos diante de contratos coligados¹¹⁷.

150. Como leciona MARINO¹¹⁸, em raciocínio por inteiro aplicável ao aluguel de ações, “partes de contratos coligados tornam-se automaticamente ‘partes da operação’, mesmo quando figuram em contratos distintos. É o que basta para afastar a condição de terceiro em relação aos demais partícipes da operação econômica”.

151. Isto é, considerando-se que a propriedade fiduciária (ou guarda, em nossa posição) das ações se dá para fins de custódia¹¹⁹ e que a Câmara de Ações atua como elo¹²⁰ entre doador e

¹¹⁷ Arnaldo RIZZARDO assim os conceitua: “nos contratos coligados, não surge a unidade em uma única figura. Eles simplesmente se formam da união de outras espécies, mas permanecendo estas autônomas quanto aos seus efeitos. Falta-lhes a unidade intrínseca, mas transparece uma dependência recíproca, às vezes imposta pela lei, configurando-se, então, como necessária”. RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos**. 15ª ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015, pp. 75. Na lição de Antunes VARELA, na coligação de contratos existe entre os contratos um nexo funcional que exerce influência sobre sua disciplina respectiva, criando entre eles uma relação de interdependência unilateral ou bilateral. Cf. VARELA, João de Matos Antunes. **Contratos mistos**. In: BFDUC, XLIV, Coimbra, 1968, pp. 166-167.

¹¹⁸ Cf. MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Contratos Coligados no Direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. XIII. Na mesma obra, o professor conceitua os contratos coligados como “contratos que, por força de disposição legal, da natureza acessória de um deles ou do conteúdo contratual (expresso ou implícito), encontram-se em relação de dependência unilateral ou recíproca”. *Idem*, p. 99. A coligação se dá tanto *ex lege* quanto por força do conteúdo contratual, nos termos ditados pela Instrução CVM nº 441/2006.

¹¹⁹ FERRARA afirma que “o negócio fiduciário, como querido realmente, produz todos os efeitos ordinários, ainda que entre si os contratantes assumam a obrigação pessoal de usar os efeitos obtidos unicamente para o fim entre eles estabelecido”. Cf. FERRARA, Francesco. **A simulação dos negócios jurídicos**. São Paulo: Livraria acadêmica, 1939, pp. 76. No magistério de PONTES DE MIRANDA, “sempre que a transmissão tem um fim que não é a transmissão mesma, de modo que ela sirva a negócio jurídico que não é o de alienação àquele a que se transmite, diz-se que há fidúcia ou negócio fiduciário”. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Vol. III. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954, pp. 123. Por sua vez, ROPPO assevera que “O efeito real [do contrato fiduciário] é a transferência da propriedade do fiduciante ao fiduciário. Os efeitos obrigacionais são: a obrigação do fiduciário em relação ao fiduciante de “retransferir”, a seu tempo, o bem; e, além disso, observar a forma a que se vincula na administração do bem pelo tempo em que ele ficará sob propriedade [fiduciária] do fiduciário”. Tradução livre. No original: *L'effetto reale è il trasferimento della proprietà dal fiduciante al fiduciario. Gli effetti obbligatori sono: primariamente l'obbligo del fiduciario verso il fiduciante di ritrasferire a suo tempo il bene; e inoltre osservare modalità vincolate nell'amministrazione del bene per il tempo in cui resterà proprietà del fiduciario*. Cf. ROPPO, Vincenzo. **Il contratto...** Op. Cit., p. 682.

tomador, a existência de contratos distintos não possui o condão de dissolver a unidade da operação econômica.

152. Tanto há essa pluralidade contratual que a CVM, em manifestação da área técnica no Processo CVM RJ nº 2006-7840¹²¹ (MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº102/06), entendeu que o aluguel de ações por pessoas indicadas pelos controladores se mostrava uma versão aproximada do *Proxy Machinery*¹²² (pedido de procuração pública para obtenção do direito a voto, regulado pela Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009¹²³), chamando a atenção para o uso da operação aqui estudada com o fito de exercício abusivo do direito de voto, o que será parte de nosso estudo quando tratarmos dos possíveis conflitos societários no âmbito do aluguel de ações.

153. O papel da Câmara de Ações nessa coligação contratual é, em última análise, de trazer ao mercado confiança e estabilidade, utilizando-se do mecanismo de *book entry transfer*¹²⁴, de

¹²⁰ “A [Câmara de Ações] lança o débito na conta mantida pela corretora vendedora encarregada da entrega e lança na conta da corretora-comprador no mesmo mento em que a corretora compradora paga o vendedor no serviço de liquidação, realizando a entrega contra pagamento de modo simultâneo, final e irrevogável. A certeza e a irrevogabilidade dos pagamentos são pré-requisitos fundamentais para se atingir a efetiva entrega contra pagamento (SFI-DVP, *Simultaneous, Final, and Irrevocable Delivery versus Payment*)”. Cf. KÜMPPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais**: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp.194.

¹²¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5315-0.pdf>>. Sítio consultado em 02.09.2015.

¹²² A mesma comparação foi feita pelos acionistas que apresentaram reclamação à CVM no Processo CVM RJ nº 2006/7166. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5315-0.pdf>>. Sítio consultado em 15.10.2015.

¹²³ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html>>. Sítio consultado em 02.09.2015.

¹²⁴ Nesse sentido, Valdir Carlos PEREIRA FILHO assevera que “As *clearings* desempenham este papel fundamental de garantir a boa liquidação das operações realizadas nas bolsas e demais recintos ou sistemas organizados de negociação, sempre com o objetivo de garantir o bom curso das operações. As *clearings* também desempenham outras funções como o gerenciamento de risco e, em determinados casos, a custódia de ativos”. Cf. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Clearing Houses: aspectos jurídicos relevantes e seu papel no mercado de capitais e no sistema de pagamentos brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 27. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, pp. 64-83. O autor afirma que: “Para viabilizar a boa liquidação das operações, as *clearings* são responsáveis pela custódia dos ativos negociados nos sistemas em que são responsáveis pela liquidação. A clearing, ao custodiar os ativos, exerce o papel de central depositária, ou seja, recebe em depósito os ativos, no regime de propriedade fiduciária, a fim de administrá-los e guardá-los. A vantagem é segurança e maior rapidez na liquidação. A custódia fica centralizada e a clearing, como proprietária fiduciária, transfere, em seus registros, a titularidade do comprador para o vendedor (ao que se chama, em língua inglesa, de *book entry transfer*). O mecanismo *book entry transfer* é possível porque a companhia emissora dos títulos e valores mobiliários lançou em seus registros a clearing como proprietária fiduciária. Logo, não há necessidade de, sendo realizado qualquer negócio, averbar o Livro de Registro de Ações da Companhia para que se efetive a transferência de titularidade. A qualquer momento, a clearing informa a empresa emissora quem são os titulares dos títulos e valores mobiliários que se encontram em custódia. Como já foi mencionado, o passo seguinte ao fechamento de um negócio é a confirmação dos termos em que o mesmo foi realizado, após o que proceder-se-á a liquidação. Entretanto, há um lapso temporal entre a negociação e a efetiva liquidação, sendo este intervalo uma fonte de riscos, pois existe a possibilidade de inadimplemento total (risco de crédito) ou atraso no cumprimento (risco de liquidez), não ocorrendo a liquidação e levando a frustração do negócio contratado,

modo que, não sendo necessária a averbação da transferência da titularidade das ações no Livro de Registro de Ações da companhia e, a todo tempo, sendo possível (ou havendo obrigação legal de que o seja) a identificação de doador e tomador dos ativos, de rigor que a citada “ausência de vínculo” entre os investidores finais mencionada pelo art. 10 da Instrução CVM nº 441/2006, ainda que se refira à inexistência de relação *direta* entre eles, não signifique que, entre eles, não se interponha qualquer regime contratual.

154. Ao contrário, a principal relação que desponta no aluguel de ações é de algo que em muito se aproxima do mútuo feneratício (posição que tem sido defendida pela maior parte da doutrina) ou do usufruto.

155. Contudo, o que se tem, em verdade, é uma relação *sui generis*, que não se enquadra com exatidão nos contratos típicos conhecidos em nosso ordenamento, a menos que disséssemos (como de fato cremos) que o “tipo” é o de aluguel de valores mobiliários.

156. Não se pode concordar que a principal relação seja de mútuo feneratício, porque nesse tipo são transferidos todos os direitos que irradiam da coisa mutuada, o que não ocorre em todas as hipóteses de aluguel de valores mobiliários.

157. Explica-se. Para atribuir à operação em comento uma qualificação jurídica determinada que se consubstanciasse num contrato típico, necessário seria que todos os elementos desse contrato a ela se ajustassem, assim como os quadros possuem determinadas molduras que acomodam suas dimensões.

158. E isso não ocorre no aluguel de valores mobiliários. Nele não são transferidos, ao menos até que vendidas as ações alugadas, o direito de perceber dividendos e juros sobre capital próprio, ainda que o doador os perceba a título de reembolso¹²⁵ (arts. 73 e seguintes da

assim como há o risco de insolvência de uma das contrapartes. A clearing é responsável por gerenciar o risco das partes nesse intervalo, assegurando a certeza de liquidação. O papel da clearing consiste no monitoramento da atuação dos participantes e na exigência da prestação de garantias que assegurem o fiel cumprimento da liquidação das operações. O gerenciamento de risco e administração de garantias são decorrentes da certeza de liquidação e da posição da *clearing* como contraparte central garantidora”.

¹²⁵Dos quais se destaca o teor do art. 74: “O valor, integral ou parcial, **reembolsado ao emprestador pelo tomador**, decorrente dos proventos distribuídos pela companhia emissora das ações durante o decurso do contrato de empréstimo, é isento do imposto sobre a renda retido na fonte para o emprestador, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior”. Grifos nossos. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 22.09.2015.

Instrução da Receita Federal do Brasil nº 1.585, de 31 de agosto de 2015, explorados mais a fundo quando tratarmos dos aspectos tributários do aluguel de valores mobiliários¹²⁶.

159. Dessa feita já se poderia colocar um novo problema: imagine-se que determinado lote de ações é alugado em 11.08.2016 pelo prazo de 360 dias e o aluguel não é reversível ao doador, mas ao tomador e isso tenha sido assim ajustado porque o doador, ao determinar citada ordem ao seu agente de custódia, creu que assim obteria remuneração maior. Imagine-se que o tomador alugou as ações, como é corriqueiro, para realização de *short selling*; portanto, tão logo a posição acionária é a ele transferida, ele a utiliza para cobrir uma posição vendida. Suponha-se que no centésimo dia de vigência da operação a companhia delibere distribuição de dividendos. A prevalecer a Instrução Normativa da Receita Federal, poder-se-ia haver quem defendesse que os dividendos seriam “reembolsados” ao doador e, portanto, “ceifados” daquele que – desinteressado da relação entre doador e tomador – adquiriu as ações deste, ponto a que voltaremos quando tratarmos especificamente do direito capitulado no art. 109, I, da Lei Federal nº 6.404/76.

160. No caso do direito de preferência de subscrição de novas ações (art. 109, inc. IV, da Lei Federal nº 6.404/76), a transmissão também é regulada de modo nebuloso. Isso porque o item 7.3 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações¹²⁷ dispõe que o investidor doador dos ativos deve comunicar à *clearing house*, por meio de seu agente de custódia, a intenção de exercer o direito de subscrição¹²⁸.

161. Essa espécie de idiosincrasia contratual levou a se entender, na Itália, que o aluguel de ações (ou de valores mobiliários) é contrato atípico. Nesse sentido, Luigi SCIPIONE¹²⁹ afirma que:

¹²⁶ A tratativa da Receita Federal não é isenta de críticas. Ao contrário, suscita mais dúvidas a respeito da natureza jurídica do aluguel de ações.

¹²⁷ Assim como os outros direitos essenciais do acionista, será objeto do capítulo terceiro.

¹²⁸ Essa regra dos procedimentos operacionais, infra estudada, levou-nos a formular o primeiro problema da presente dissertação, nos seguintes termos: Problema 1. Imagine-se que numa companhia “A”, com ações listadas em bolsa, o acionista “X” autorize à sua corretora o aluguel de determinada quantidade de suas ações, o que se aperfeiçoa com a demonstração de interesse em alugar pelo sujeito “Y” (seja ele já acionista da companhia “A” ou não) à companhia de corretagem com quem aquele contratou. O aluguel é realizado pelo prazo de 100 dias. Imagine-se que o acionista “Y” alugou as ações para realizar *short selling* e que, portanto, vendeu as ações a um acionista “Z”, no dia 10. No dia 20 da operação a companhia aprova um aumento de capital e sua assembleia fixa o prazo para o exercício de tal direito em 79 (setenta e nove) dias. Questiona-se: o acionista “X” poderá exercer o direito de preferência na subscrição de novas ações?

¹²⁹ Tradução livre. No original: *Se Il prestito titoli è un contratto atipico in quanto non è splicitamente disciplinato dal codice civile. Si perfeziona con la consegna dei titoli al prestatario che, ai sensi dell'art. 1814*

O empréstimo de ações é um contrato atípico uma vez que não é explicitamente disciplinado pelo Código Civil. Aperfeiçoa-se com a entrega dos títulos ao tomador que, no sentido do art. 1814 do Código Civil, torna-se proprietário. Os proventos dos títulos dados em empréstimo e os outros direitos acessórios e as obrigações a eles inerentes pertencem ao doador; enquanto o exercício dos direitos (incluído o direito de voto, salvo disposição em contrário) é conferido ao tomador, tendo ele a disponibilidade dos títulos.

162. A atipicidade¹³⁰ advém do caráter *sui generis* da operação, que se observa de sua estrutura, em que uma pessoa que detém a guarda de um bem transfere sua titularidade e, acima de tudo, do complexo de direitos e obrigações que irradiam da posição acionária.

cod. civ., ne diviene proprietario. I proventi dei titoli dati in prestito nonché gli altri diritti accessori e gli obblighi ad essi inerenti spettano al prestatore; mentre l'esercizio dei diritti (compreso il diritto di voto, salvo patto contrario) è riconosciuto al prestatario, avendo costui la disponibilità dei titoli. Cf. SCIPIONE, Luigi. **La crociata dei market regulators contro lo "short selling". Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori.** Disponível em: <<http://www.innovazionediritto.unina.it/archivionumeri/1004/scipione.pdf>>. Sítio consultado em 05.09.2015.

¹³⁰ No direito pátrio, Álvaro Villaça de AZEVEDO, assinala que é atípico o contrato em que exista uma pluralidade de obrigações fora dos tipos contratuais, ainda que parcialmente, razão pela qual cada figura atípica merece tratamento próprio. A operação de "mútuo" havida na coligação contratual em que consiste o aluguel de ações se insere no contexto dos contratos inominados em sentido estrito, com alguns elementos estranhos à figura típica. Cf. AZEVEDO, Álvaro Villaça de. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos.** 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004, pp. 139-141. Na lição de Pedro Pais de VASCONCELOS: "a qualificação do contrato é um juízo predicativo. O contrato é qualificado através do reconhecimento nele de uma qualidade que é a qualidade de corresponder a este ou àquele tipo, a este ou àquele modelo típico. A qualificação legal traz consigo, assim, sempre um processo de relação entre a regulação contratual subjectiva estipulada e o ordenamento legal objectivo onde o catálogo dos tipos contratuais se contém (...)". O contrato que não possua essa adequação exata a um tipo legal, será, portanto, atípico. Cf. VASCONCELOS, Pedro Pais de. **Contratos atípicos.** Coimbra: Almedina, 1965, pp. 164-165. Ainda, como observa Maria Beatriz Loureiro de Andrade MARQUES, "a atração que o direito comercial exerce sobre as categorias do código civil favorece a emergência de novos tipos contratuais". Cf. MARQUES, Maria Beatriz Loureiro de Andrade. **Novas figuras contratuais.** Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005, p. 59. A atipicidade, ou, minimamente, o caráter *sui generis* de que se eiva o aluguel de ações, pode ser visto da própria definição operacional de Cezar Augusto Salvadeo MINOZZO, que o trata como venda, com ulterior recompra acrescida de uma taxa de aluguel e dos frutos civis: "E para aproveitar dessa eventual queda de preço, decide vender a ação no mercado à vista, devendo entregar os papéis dentro do período normal de liquidação de operações de renda variável (D+3). Para que essa entrega aconteça, o investidor procura um representante do mercado (uma Corretora, por exemplo) e aluga a quantidade de ações vendidas por um prazo previamente acordado, e define uma taxa de aluguel que será paga ao final do contrato ao doador do papel com base no valor financeiro da operação. Caso o preço da ação se reduza no período esperado pelo tomador do empréstimo, esse pode encerrar sua operação, recomprando a mesma quantidade de ações vendidas e devolvendo-as ao doador, e embolsar a diferença dos preços, descontadas as despesas". Cf. MINOZZO, Cezar Augusto Salvadeo. **Determinantes da taxa de aluguel de ações no Brasil.** Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: FGV, 2010, p. 8. O então diretor da CVM Otávio YAZBEK, embora entenda que o aluguel de ações tem natureza jurídica de mútuo, reconhece a singularidade da operação, como se nota de seu voto no Processo CVM-SP nº 2011/0304: "É bem verdade que os doadores não têm a intenção de propriamente alienar as ações e que eles mantêm aquela exposição econômica que por mais de uma vez acima se referiu. Exposição econômica que é tornada ainda mais evidente quando se considera que são os doadores que fazem jus aos proventos das ações e, inclusive, aos resultados de bonificações e grupamentos. Mais do que isso, ele tem a possibilidade de, durante o empréstimo, subscrever ações. Todos esses efeitos, porém, resultam de mecanismos próprios criados pelo BTC e por ele geridos. Transcrevo, aqui, para demonstrar tal situação, trecho em que a própria Bolsa explica a forma pela qual se dá concreção a tais direitos: 'Formalmente,

163. O caráter *sui generis* do aluguel de ações levou a doutrina britânica a dizer que “a palavra ‘empréstimo’ é de certa forma enganosa. No Direito, a transação é, em verdade, uma absoluta transferência do título (venda) contra um retorno em ações equivalentes¹³¹”.

164. Para o Direito inglês, há um *recall*, que pode ser exercido, inclusive, caso se deseje exercer o direito de voto. Isto é, em regra, no direito britânico, assim como em nosso ordenamento, como se verá adiante, o direito de voto é do “tomador”. Essa é a orientação dada pelo Banco da Inglaterra:

Você [doador] não pode votar se suas ações estão indisponíveis a título de aluguel. No entanto, suas ações alugadas não precisam interferir com sua atividade de governança corporativa; como ações, podem ser recuperadas do “aluguel” se você [doador] quiser votar¹³².

no empréstimo de ações o doador deixa de ser o titular dos títulos e não recebe o provento da companhia. No entanto, o sistema BTC se encarrega de reembolsar o doador na mesma data e no mesmo montante, como se as ações ainda estivessem custodiadas em seu nome. Isso é, faz um crédito financeiro correspondente ao provento já ajustado às suas condições fiscais na data estipulada pela companhia emissora. Por outro lado, o BTC debita o tomador nas mesmas bases (montante financeiro e data). Note que os valores distribuídos pela companhia emissora reembolsados ao doador são considerados restituição do valor emprestado originalmente, e não rendimento, portanto não são tributados. No caso de um provento em ativos (bonificação, grupamento etc.), o investidor doador recebe os ativos objeto do empréstimo com as quantidades ajustadas. Se houver opção de subscrição no período de empréstimo, o sistema BTC garante ao doador a possibilidade de subscrever as ações a que tem direito sob as mesmas condições que teria caso estivesse com as ações em custódia (valores financeiros e datas). É importante ressaltar que durante o empréstimo, pelo fato do doador deixar de ser acionista formal da companhia, os direitos de subscrição não serão gerados em sua conta de custódia. Caberá ao tomador optar em devolver os direitos ou recibos de subscrição ou ações correspondentes à subscrição. No caso do recibo de subscrição ou novas ações o doador arcará com os custos relativos à subscrição. O acompanhamento do processo de subscrição via BTC é realizado pela equipe de monitoração do BTC juntamente com a equipe da corretora ou agente de custódia responsável pelas operações de empréstimo de ações do investidor”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>>. Sítio consultado em 10.09.2015.

¹³¹ Tradução livre. No original: “the word ‘lending’ is in some ways misleading. In law the transaction is in fact **an absolute transfer of title (sale) against an undertaking to return equivalent securities.**” Grifos nossos. Cf. FAULKNER, Mark C. *An Introduction to Securities Lending*. 4ª ed. Londres: Spitalfields Advisors Limited, 2007, pp. 9.

¹³² Tradução livre. No original: “**You cannot vote if your securities are out on loan. However, your securities lending does not need to interfere with your corporate governance activity as shares may be recalled from loan if you wish to vote. You should consider under what circumstances you may wish to recall securities to vote (or prevent certain securities that you wish to vote on being lent in the first place) and ensure that all parties (such as your fund manager and agent) are aware of your policies. Normally securities can be recalled at any time but it is essential that timescales for recalls are understood and documented.**” Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/sl_intro_green_9_10.pdf>. Sítio consultado em 14.09.2015. Semelhante observação é feita pela *International Securities Lending Association*: “Legalmente o aluguel de ações é a transferência da posição acionária no âmbito de uma imprescindível devolução da posição acionária equivalente. Isso significa que os títulos registrados, tais como ações, serão transferidas para fora do domínio do doador e registradas de volta em seu nome quando devolvidas”. Tradução livre. No original: “*Legally a securities loan is the transfer of title against an irrevocable undertaking to return equivalent securities. This means that registered securities such as shares, will be transferred out of the lender’s name into that of the borrower and registered back when they are returned.*” Disponível em: <http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/sl_aGuide_for_Policy_makers.pdf>. Sítio consultado em 16.09.2015. . Por fim, para um comparação entre o aluguel de ações e os acordos de recompra, cf. RUCHIN,

165. Ora, se na própria definição do aluguel de valores mobiliários não há o enquadramento exato no mútuo feneratício ou em outro tipo contratual conhecido, não se pode dizer que contrato típico seja.

166. Em verdade, até mesmo o usufruto seria mais próximo do aluguel de valores mobiliários do que o mútuo feneratício, se considerarmos a relação apenas do ponto de vista do doador e de suas expectativas¹³³. Contudo, como cediço, o usufruto não permite ao usufrutuário a alienação do bem objeto da relação, o que não sucede no aluguel de ações.

André. *Can securities lending transactions substitute for repurchase agreement transactions?* In: **Banking Law Journal**, n. 05, Vol. 128. Washington DC: AS Pratt. & Sons, 2011, pp. 450-480. Destaca o autor que: “*Main characteristic for all securities lending transactions is that absolute title in the ‘lent’ securities passes from the lender to the borrower. In law securities lending transactions are in fact absolute transfer of title transactions. The borrower has a legal title to the loaned securities for the life of the transaction and can “on lend” or sell these securities onward to third parties. The Master Securities Loan Agreement states, for instance, that the “Borrower shall have all of the incidents of ownership of the Loaned Securities, including the right to transfer the Loaned Securities to others. Furthermore, the borrower as a party to a securities lending transaction is not obliged to return exactly the same securities to the lender. Instead the borrower is merely obliged to return and deliver equivalent securities. Simultaneously, the lender has to repay any cash collateral to the borrower. Equivalent in relation to loaned securities means securities or other property, of an identical type, nominal value, description and amount (same issuer, class and quantity) to particular loaned securities so provided. A standard master agreement recapitulates the title transfer and the retransfer of equivalents as characteristics of securities lending transactions as follows: Notwithstanding the use of expressions such as “borrow”, “lend”, “Collateral”, “Margin”, etc. which are used to reflect terminology used in the market for transactions of the kind provided for in this Agreement, title to Securities “borrowed” or “lent” and “Collateral” provided in accordance with this Agreement shall pass from one Party to another as provided for in this Agreement, the Party obtaining such title being obliged to deliver Equivalent Securities or Equivalent Collateral as the case may be.*”. Grifos nossos. A diferença entre o aluguel de ações e os acordos de recompra se dá principalmente do ponto de vista econômico. No aluguel de ações, o doador só recebe a comissão de aluguel por ter efetivamente emprestado os valores mobiliários transitoriamente. Nos *repurchase agreements* e nos *sell buy-back agreements* o tomador deve efetuar regularmente o pagamento conforme a cotação dos valores mobiliários. Naqueles, a posse da posição acionária fica em primeiro plano. Por outro lado, nos *repurchase agreements* e nos *sell buy-back agreements* a finalidade principal é a obtenção de meios de refinanciamento. Cf. KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais**: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp.200.

¹³³ A questão das expectativas é interessante, sobretudo, do ponto de vista de que o tomador sabe que não deterá todos os direitos inerentes à posição acionária, como ocorre com os dividendos e juros sobre capital próprio, reembolsados ao doador (a menos – e nisso se omitiu a regulamentação do aluguel de ações – que a operação tenha ocorrido para realizar *short selling* ou mesmo ulterior venda a terceiro). Isto é, essa segmentação já é incorporada no acordo de vontades. Nesse sentido, BETTI: “O acordo no contrato está estreitamente relacionado à declaração e ao comportamento: ele é concorde no modo de entender as declarações ou os componentes recíprocos, ou seja, no consenso (não refletido, mas objetivo) sobre seu significado e, portanto, sobre o preceito contratual (*consensus in idem placitum*). A congruência externa das declarações ou dos respectivos comportamentos exprime o acordo de ambas as partes sobre a ordem de interesses convencionalizada em suas relações. O acordo consiste justamente no fato de que tal regulamento é único e idêntico na consciência de ambas as partes”. Cf. BETTI, Emilio. pp. **Interpretação da lei e dos atos jurídicos**: teoria geral e dogmática. Trad. Karina Jannini. São Paulo: Martins Fontes, 2007, pp. 379-380.

167. Com efeito, o que se nota da regulamentação no Direito brasileiro¹³⁴ é que a transmissão da posição acionária, supostamente imaginada como irrestrita, atinge, em verdade, segundo o regulamento da Câmara de Ações, *alguns* (mas não todos) direitos inerentes à titularidade do valor mobiliário.

168. Daí porque nos parece correto dizer que o aluguel de ações é *sui generis*, mormente tomando-se em vista as peculiaridades da operação e as que permeiam o bem negociado, do qual, repise-se, irradia uma série complexa de direitos e obrigações que demandam tratamento próprio.

169. Falar do aluguel de ações, como demonstrado supra, é falar de uma transação que se processa por etapas, e que envolvem um bem com um número vasto de particularidades.

170. Ainda, se estudado o aluguel de ações de modo a compará-lo com os tipos contratuais já conhecidos, acharíamos a cada caso semelhanças e diferenças. A título exemplificativo, a despeito de todas as semelhanças do aluguel de ações com o já mencionado usufruto, em sua moldura não se encaixa, haja vista, repita-se, as ações alugadas podem até mesmo ser vendidas.

171. Qualquer outra moldura rígida na qual tentássemos encaixar o aluguel de ações teria a mesma sorte: tal qual um castelo de cartas, o derrubar de uma só de suas componentes descaracterizaria todo o castelo, que se esvairia como areia pelas mãos.

172. Nesse sentido, sempre válida a lição de ADORNO, para quem “a dialética é a consciência conseqüente da não-identidade. Ela não assume antecipadamente um ponto de vista. O pensamento é impelido até ela a partir de sua própria inevitável insuficiência, de sua culpa pelo que pensa¹³⁵”.

¹³⁴ Que é corroborada pelos caracteres apontados pela própria definição que se tem de aluguel de ações no Direito britânico, o que implica dizer que não se trata, quanto a essa comparação, de problemas que surgiram em outro ordenamento e por isso não se estaria a comparar regras comuns. Está-se a falar de “o que é” o aluguel de ações.

¹³⁵ Cf. ADORNO, Theodor W. **Dialética negativa**. Trad. Marco Antônio Casanova. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2009, pp. 8.

173. Afinal, embora se mostre indispensável que a Filosofia, e o Direito, claro, trabalhem com conceitos, essa necessidade não pode ser transformada em prioridade, a ponto de se ignorar o não conceitual que habita cada conceito¹³⁶.

174. E justamente diante da consciência da não-identidade com os tipos contratuais estáticos, que ordinariamente se conhece, é que se reafirma o caráter *sui generis* do aluguel de ações.

175. Outro exemplo da dificuldade de definir uma qualificação jurídica dentro de um tipo rígido para o aluguel de ações diz respeito às situações em que a operação possa se mostrar exposta à qualidade própria de uma das partes, de que pode resultar, no extremo, até o seu desfazimento compulsório, por determinação de órgão de supervisão.

176. Recorde-se, como exemplo, o fato de que a Resolução nº 3792, de 24 de setembro de 2009, do Conselho Monetário Nacional, que “dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar”, ao tempo em que autoriza a realização por elas de empréstimo de títulos e valores mobiliários, determina a inclusão dos mencionados ativos nos limites por ela estabelecidos, como se integrassem sem quaisquer limitações o seu patrimônio, situação de qual pode decorrer, em caso de desenquadramento, determinação no sentido do desfazimento dos negócios que os envolvam:

Art. 24. A EFPC [entidades fechadas de previdência complementar] pode emprestar títulos e valores mobiliários de sua carteira observadas as regras sobre o empréstimo de valores mobiliários por câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), bem como as medidas regulamentares adotadas pela CVM.

Parágrafo único. Os títulos e valores mobiliários emprestados devem, mesmo nessa condição, ser considerados para verificação dos limites estabelecidos nesta Resolução¹³⁷.

¹³⁶ Na lição de ADORNO, “A filosofia quer mergulhar muito mais literalmente no que lhe é heterogêneo, sem o reduzir a categorias pré-fabricadas. (...). Ela teria o seu conteúdo na multiplicidade, não enquadrada em nenhum esquema, de objetos que se lhe impõem ou que ela procura; ela se abandonaria verdadeiramente a eles, sem usá-los como um espelho a partir do qual ela conseguiria depreender uma vez mais a si mesma, confundindo a sua imagem com a concreção. Ela não seria outra coisa senão a experiência plena, não-reduzida, no medium da reflexão conceitual”. Cf. ADORNO, Theodor. **Dialética...** Op. Cit., pp. 13.

¹³⁷ OS limites a que alude o art. 28 estão disciplinados no art. 36 da Resolução nº 3279. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47507/Res_3792_v4_P.pdf>. Sítio consultado em 05.12.2015.

177. No mesmo sentido, os arts. 28 e 29 da mesma Resolução nº 3.792/2009 do CMN traz exigências específicas para o aluguel de valores mobiliários:

Art. 28. Os títulos e valores mobiliários devem ser depositados em conta individualizada da EFPC no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), na CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (Cetip), na BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) ou em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados a funcionar pelo BACEN ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência.

§ 1º Os sistemas de registro devem permitir a identificação da EFPC com a consequente segregação do patrimônio desta do patrimônio do agente custodiante ou liquidante.

§ 2º Os títulos e valores mobiliários de emissão de SPE podem ser, alternativamente, depositados em pessoa jurídica autorizada à prestação desse serviço pelo BACEN ou pela CVM.

§ 3º As disponibilidades deverão permanecer depositadas em instituições bancárias autorizadas a funcionar pelo BACEN.

Art. 29. Os títulos e valores mobiliários devem deter *International Securities Identification Number* (Código ISIN).

178. Esse entendimento possui ainda mais sentido quando se observam as lacunas contidas na regulamentação legal do aluguel de ações, que não dá aos investidores a disciplina completa e básica do contrato¹³⁸, como se vê do art. 4º, §1º, inc. II, da Instrução CVM nº 441/2006, o que pode suscitar dúvidas quanto ao exercício de alguns dos direitos essenciais dos acionistas durante a vigência da operação, razão pela qual de tais faculdades trataremos no capítulo terceiro, por meio do qual, inclusive, reiterar-se-á o caráter *sui generis*¹³⁹ ora colocado. Ademais, tais lacunas obscurecem ainda mais a já opaca tratativa dos possíveis

¹³⁸ “Para que um contrato seja tido como legalmente típico é necessário que se encontre na lei o modelo completo da disciplina típica do contrato. Este modelo regulativo pode ser mais ou menos amplo e até mais ou menos completo, mas, para que se possa dizer que o contrato é legalmente típico, é necessário que a regulação legal corresponda pelo menos aproximadamente ao tipo social e seja **suficientemente completa** para dar às partes a disciplina básica do contrato”. Cf. VASCONCELOS, Pedro Pais de. **Contratos... Op. Cit.**, p. 210. E prossegue o autor: “na maior parte dos casos, os contratos atípicos não são puros; são construídos a partir de um ou mais tipos que são combinados ou modificados de modo a satisfazerem os interesses contratuais das partes. Estes são os chamados contratos mistos. Os contratos mistos não são um “*tertium genus*” em relação aos contratos típicos e aos atípicos, nem uma categoria intermediária; os contratos mistos são atípicos, embora estejam mais próximos dos típicos do que os contratos atípicos puros. (...). Os contratos mistos têm características e problemas próprios que os individualizam e os distinguem dos contratos típicos. O que dá aos contratos típicos uma fisionomia própria é o facto de não corresponderem a um único modelo típico, e só a esse mesmo modelo típico, que lhes dê um quadro regulativo que permita a contratação por referência e a integração de sua disciplina. Este facto de não corresponderem a um modelo típico é, no fundo, o que caracteriza os contratos atípicos”. *Idem*, pp. 213-214.

¹³⁹ “O tráfico jurídico não só tipiciza ou corrige o tipo. Por vezes, suscita tipos novos (...) ou negócios jurídicos atípicos. A vida muda. Embora os princípios permaneçam, mudam-se estruturas e conteúdos de negócios jurídicos”. Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Tomo XXXVIII. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1962, p. 366.

conflitos de interesses advindos dessa operação, razão pela qual o capítulo quarto tratará justamente de tal situação.

179. Comparativamente, assim como a SEC, nos Estados Unidos da América, alargou o conceito de *security* para abarcar figuras que pudessem sobrevir¹⁴⁰, também, a nosso ver, é o aluguel de valores mobiliários uma figura que guarda referência em si mesmo.

180. E, sendo uma operação *sui generis*, surge o problema: uma vez que o art. 4º, §1º, II, da Instrução CVM nº 441/2006 dispõe que o regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários tem como requisito mínimo “o tratamento a ser conferido aos direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo”, é necessário que se investigue se, de fato, o regulamento, *in casu*, da Câmara de Ações, atende a essa exigência e se o faz corretamente.

181. Veja-se que a norma da CVM utilizou a expressão “direitos inerentes aos valores mobiliários”, o que é diferente de dizer que o regulamento cuidaria apenas dos direitos essenciais do acionista, assim entendidos como aqueles capitulados no art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76. Basta se ver, v.g., que se pensarmos em aluguel de ações ordinárias, o direito de voto é inerente ao ativo alugado.

182. Vale fazer a ressalva que, a nosso ver, não seria necessário regulamentar toda e qualquer faculdade jurídica que decorra da assunção de uma posição acionária. Isso teria, em princípio, o efeito de engessar o aluguel de ações mesmo nas hipóteses em que celebrado de modo impessoal.

183. Ocorre, contudo, que a Instrução CVM nº 441/2006 dispõe que deveria haver tal regulamentação ao menos no que concerne aos direitos inerentes aos valores mobiliários.

184. E tal disposição faz com que voltemos os olhos para os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações e nos apercebamos que ali não se atende à inteireza do comando

¹⁴⁰ Afirmando que *security* é “*in general, any interest or instrument commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing*”. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Sítio consultado em 18.04.2016.

normativo da CVM e, independentemente de ser correta ou não a disposição do art. 4º, §1º, II, da Instrução CVM nº 441/2006, o caso das Companhias Oi, ao demonstrar as dificuldades exegéticas que permeiam o exercício do recesso nas hipóteses de aluguel de valores mobiliários chamam a atenção para a necessidade de reflexão sobre o tema à luz do que dispõe a legislação societária existente.

185. E é justamente a fim de contribuir para tais esclarecimentos que o presente trabalho se direciona, a fim de que, uma vez diante da correta compreensão do esquema de direitos e deveres de doadores e tomadores, poder-se-á tentar, sem a pretensão de ser exaustivo, resolver questões como a possibilidade de abuso do direito de voto, grupamentos de ações, exercício do direito de preferência na subscrição de novas ações, percepção de dividendos, etc.

II.3 O aluguel de ações e as lacunas do Direito positivo

186. A realidade do aluguel de valores mobiliários¹⁴¹ como positivado no Direito brasileiro suscita dúvidas. E suscita porque promete regular algo e não o faz, ao menos, de modo claro e completo.

¹⁴¹ Mais uma vez, lapidar a visão prática de MINOZZO: “Na prática, o investidor brasileiro que desejar vender uma ação sem possuí-la deve alugar determinada quantidade de ações, através de sua corretora, por um prazo previamente estabelecido entre as contrapartes (doador e o tomador), e vendê-la no mercado. No momento do aluguel, uma taxa de remuneração e um prazo, tanto de carência quanto de devolução, devem ser acordados entre as partes. De acordo com o manual “Banco de Títulos – BTC” disponibilizado pela BM&FBovespa (versão consultada em outubro 2010), a taxa definida é negociada na base-ano, e será utilizada a quantidade de dias úteis do contrato no encerramento da operação para o cálculo da taxa equivalente no período, com base em 252 dias úteis. Além disso, o doador pode especificar a possibilidade de renovação do empréstimo a qualquer momento depois de cumprido o período de carência, com essa situação devendo ser acordada entre as partes. Além da taxa fixa que remunerará o doador das ações, a BM&FBovespa paga uma remuneração líquida de 0,05% a.a. sobre o volume emprestado como incentivo a esse tipo de operação (percentual referente a outubro de 2010). O tomador deverá, inclusive, constituir garantias junto à BM&FBovespa através do depósito em moeda nacional corrente, títulos públicos ou privados, ações pertencentes ao Ibovespa, entre outros ativos, que permanecem em nome do investidor final. Essa garantia deve corresponder a 100% do valor dos ativos tomados em empréstimo, mais uma margem de garantia que corresponde à oscilação do ativo-objeto em dois dias úteis consecutivos, revisado periodicamente pela Bolsa. A BM&FBovespa também é responsável por controlar diariamente os limites operacionais e garantir o cumprimento das exigências operacionais e liquidação dos negócios. Além disso, é responsável pelo cálculo diário das exigências de garantias, além de executar as garantias deixadas pelo tomador no caso de inadimplência ao final do prazo de empréstimo. Antes que ocorra uma operação entre as partes doadoras e tomadoras, é necessário que o detentor (doador) das ações entre em contato com sua corretora e firme, junto à BM&FBovespa, um Termo de Adesão ao Banco de Títulos BTC, autorizando a transferência de seus ativos para a Central Depositária da BM&FBovespa. O tomador também deve firmar um “Termo de Autorização de Cliente”, autorizando o agente intermediário a representá-lo nas operações de empréstimo e transferências entre contas de custódias necessárias. A observação dos dados mostra que o investidor que disponibiliza ações em aluguel são aqueles de longo prazo, tanto pessoas físicas (clientes de alto poder aquisitivo com investimentos em uma carteira de ações de longo prazo) como pessoas jurídicas (fundos de pensão ou fundos de investimentos em ações). A Bolsa desenvolveu e disponibilizou aos participantes do mercado um sistema (BTC Trade) que permite o registro das ofertas e contratos pelos próprios participantes, podendo essas

187. Foi justamente essa falta de clareza (somada a um interesse patrimonial) a respeito do esquema de direitos e deveres atribuídos a tomador e doador que oportunizou a controvérsia do caso das “Companhias Oi”.

188. Semelhante crítica àquela aqui feita é firmada por Bruno ROBERT¹⁴², ao criticar o disposto no art. 4º, §1º, II da Instrução CVM nº 441/06, que entende que, v.g., quanto ao voto, o aluguel de valores mobiliários não possui especificações suficientes¹⁴³.

189. É dizer, o tratamento dado pela disciplina legal do aluguel de ações não resolve por inteiro os problemas que podem surgir no âmbito dessa operação e, mesmo em situações para

serem visualizadas por todos os intermediários. A BM&FBovespa atua como a única contraparte central das operações de empréstimo entre os agentes, sendo as Corretoras ou Distribuidoras de Títulos os responsáveis pela intermediação das operações entre doadores e tomadores. A Instrução CVM 441 regula, atualmente, as operações de empréstimos, e procura garantir a não existência de vínculos entre os agentes”. Cf. MINOZZO, Cezar Augusto Salvadeo. **Determinantes da taxa de aluguel de ações...** Op. Cit., pp. 10-11. O Gráfico realizado pelo autor (Op. Cit., p. 14) para esquematizar o aluguel de ações é também colacionado no apêndice II do presente trabalho.

¹⁴² **“O Regulamento de Procedimentos operacionais da BM&FBOVESPA não trata expressamente do assunto. A Instrução CVM nº 441/06 é genérica a respeito do tratamento dos direitos inerentes às ações emprestadas e limita-se a delegar competências de aprofundamento às entidades autorizadas a prestar os serviços de empréstimo. O instituto de mútuo e seu regramento no Código Civil não são abrangentes o suficiente para exaurir a questão. E a Lei das Sociedades por Ações também não soluciona o impasse”**. ROBERT, Bruno. **Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. Tese de doutorado defendida na Faculdade de Direito do Largo de São Francisco. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2014, pp. 101. Grifos nossos.

¹⁴³ No direito francês o aluguel de ações e de outros valores mobiliários, em muito se assemelha à operação conhecida por *portage*. Na definição de RIPERT e ROBLOT: “A *portage* é uma operação complexa encetada entre um portador [doador] e um mandatário (o mais comum é o banco e seu cliente), que se caracteriza por uma compra de ações pelo banco para o cliente [tomador] e por sua posterior retrocessão, nas condições determinadas de preço e prazo, ao cliente [doador e tomador], ou, ao menos frequentemente, a um terceiro. Esta operação dupla se completa com uma descrição das relações jurídicas das partes no período no qual o *porteur* (banco) é proprietário (exercício do direito de voto, recebimento dos dividendos). A prática moderna conhece aplicações numerosas e variadas nesse sentido”. Tradução livre. No original: *Le portage est une opération complexe convenue entre un porteur et un donneur d'ordre (le plus souvent un banquier et son client), qui comporte à titre principal un achat d'actions par le porteur au donneur d'ordre, et leur rétrocession ultérieure, dans des conditions déterminées de délai et de prix, généralement au donneur d'ordre, mais parfois à un tiers. Cette double prestation est complétée par une description des relations entre les parties pendant la période durant laquelle le porteur est propriétaire (exercice du droit de vote, perception des dividendes). La pratique moderne em connaît des applications nombreuses et variées*. Cf. RIPERT, George; ROBLOT, René. **Traité de Droit commercial**. Tomo 2. 15ª ed. Paris: LGDJ, 1996, par. 2476, p. 57. A definição é complementada por BERTREL e JEANTIN: “é uma convenção através da qual o titular (que é geralmente uma instituição financeira ou uma filial especializada) subscreve ou adquire ações de um cliente ou terceiro, que nós chamamos de “*donneur d'ordre*”, e faz promessa a este que as ações lhes serão devolvidas ao término de determinado prazo de acordo com os modos [i.e, condição, termo e encargo] – e notadamente por um preço – tudo fixado desde o começo”. Tradução livre. No original: “*une convention par laquelle le porteur (qui est généralement un établissement de crédit ou une filiale spécialisée) souscrit ou acquiert des actions pour le compte d'un associé ou d'un tiers, que l'on appelle le 'donneur d'ordre', et se fait promettre par ce dernier que ces actions lui seront rachetées au terme d'une période déterminée selon des modalités (et notamment pour un prix) fixées dès l'origine*”. Cf. BERTREL, Jean Pierre; JEANTIN, Michel. **Le portage d'action**. In: *Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires*, nº 10, outubro/1991, p. 683, nota 7.

as quais há disciplina (como a percepção de dividendos) suscita dúvidas, de onde surge a necessidade de se refletir a respeito do modo de exercício de cada um dos direitos essenciais dos acionistas, ou, “inerentes aos valores mobiliários”, para usar a expressão da CVM.

190. O uso da expressão legal realmente suscita a fragilidade apontada por Bruno ROBERT, *supra*, quanto ao exercício do voto. E é curioso, porque, quanto ao voto, a própria BM&FBOVESPA, em seu sítio, afirma ser ele de pertença do tomador¹⁴⁴, o que, por si só, não é um problema.

191. O problema que pode surgir – e que podemos aprender desde já com a experiência de outros ordenamentos – é, sim, a realização de aluguel de ações com a finalidade de deturpar o exercício do voto, fenômeno ao qual a doutrina a tem chamado de *new vote buying*¹⁴⁵, sobre o qual se discorrerá.

192. Muito embora ainda vivamos num cenário de controle predominantemente concentrado, não são poucas as companhias de capital pulverizado (v. nota de rodapé nº 23, *supra*), em relação às quais pequenas alterações percentuais no voto fazem diferença.

193. Uma vez que nem a Instrução CVM nº 441/2006, nem os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações – instrumento que denota o caráter de autorregulação exercido no âmbito da CVM¹⁴⁶ – elucidam a questão do exercício do direito de voto (lembrando-se que a cada

¹⁴⁴ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/informacoes-1.htm>. Sítio consultado em 19.04.2016.

¹⁴⁵ HU, Henry T.C.; BLACK, Bernard S. *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*. In: *Southern California Law Review*, Vol. 79, 2006, pp. 811-908. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=904004>>. Sítio consultado em 07.09.2015.

¹⁴⁶ Sobre o conceito de autorregulação, cf. CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Teoria Palco-Plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa**. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010. Esclarece o autor que: “classicamente, as funções da autorregulação do mercado de bolsa são: a criação de regras, a supervisão das operações, a fiscalização do cumprimento das regras, e a aplicação de penalidades para os infratores. Nos termos da Instrução CVM nº 461/2007, a competência para o exercício das três últimas funções da autorregulação (supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades) foram atribuídas à estrutura de autorregulação. Já a criação das regras de funcionamento de mercado foram atribuídas à estrutura de administração de mercado”. A propósito, o art. 13, I, da Instrução CVM nº 461/2007 dispõe expressamente que: “Art. 13. As entidades, além das atividades necessárias a sua atuação como administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, podem: I – gerir sistemas de compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, desde que tenham obtido autorizações específicas da CVM ou do Banco Central do Brasil”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst461consolid.pdf>>. Sítio consultado em 10.09.2015. O relatório SDM nº 06/2007, consignou como mote da organização da bolsa “a segurança jurídica é resultado de escolhas regulatórias fundamentadas, formalizadas em regras claras e aplicadas de forma consistente e previsível aos jurisdicionados”. Ora, se o objetivo é se alcançar a segurança jurídica, é

ação corresponde um voto, nos termos do art. 110 da Lei Federal nº 6.404/76, que consagra a máxima *one share, one vote*), também não se fez nenhum exercício reflexivo sobre seu possível mau uso no âmbito do aluguel de ações.

II.3.1 O esvaziamento do direito de voto: análise do *hidden (morphable) ownership, empty voting* e da venda de voto no âmbito do aluguel de ações

194. O sítio da BM&FBOVESPA, até o final de 2015, assim dizia a respeito do aluguel de ações:

É o tomador — **caso o mesmo não tenha vendido a vista as ações objeto do empréstimo** — que passa a deter o direito de participação em assembleia e voto. É importante observar que no registro das operações de empréstimo as ações são transferidas para a titularidade do tomador, ou seja, pertencem ao tomador até final do processo¹⁴⁷.

195. Como dito alhures, no aluguel de ações, o art. 7º da Lei Federal nº 13.043/2014 dispõe que o doador continua a receber dividendos, juros sobre capital próprio e bonificações da companhia emissora, do que se pode inferir que há uma cisão entre a percepção de direitos patrimoniais e de direitos políticos no âmbito dessa operação.

196. O risco ao qual se adverte, e para o qual o Direito positivo não trouxe resposta até hoje (e nem foi chamado a fazê-lo, no que concerne ao aluguel de ações), é o de que o voto seja utilizado contra a companhia (*negative voting*), em razão de eventuais¹⁴⁸ interesses

imprescindível que sobre as diversas operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, inclusive o aluguel de ações, exista clareza de exegese, evitando-se a todo custo lacunas normativas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html>. Sítio consultado em 10.08.2015.

¹⁴⁷ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br#6>>. Sítio consultado em 07.09.2015. Grifos nossos. A definição possui mais propriedade que a atualmente fornecida pelo sítio: “Durante a vigência do contrato há a transferência temporária de titularidade dos ativos, por esse motivo, investidores doadores dos ativos durante determinadas datas que conferem direitos de voto em assembleias poderão ter seus votos suspensos na proporção dos ativos emprestados”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/informacoes-1.htm>>. Sítio consultado em 19.04.2016. Com efeito, se o tomador alienou as ações alugadas (como ocorre no *short selling*) é o comprador de tais ações que exercerá o voto. Dessa forma, a discussão a respeito da forma do exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários alugados tem lugar nas situações em que as ações alugadas não foram repassadas a título, v.g., de *short selling* ou, mesmo de venda ulterior.

¹⁴⁸ Diz-se “eventuais” porque, como bem salientado nesse trabalho, a operação é predominantemente utilizada para cobrir vendas a descoberto. Isso não impede, contudo, que seja ela utilizada como meio para engendrar manobras societárias, problema que faz parte da realidade não só do aluguel de ações, mas de todo o Direito Societário.

econômicos do tomador, “alocados externamente à companhia e estruturados em operações financeiras e em regra derivativas^{149,150}”.

197. Semelhante alerta é feito por Bruno ROBERT¹⁵¹:

A liquidez¹⁵² e fungibilidade da assunção e transferência do estado de sócio, pressuposto para o funcionamento do mercado de capitais, têm sido levadas

¹⁴⁹ Cf. ROBERT, Bruno. **Exercício do direito de voto...** Op. Cit., p. 77.

¹⁵⁰ “Derivativos e aluguel de ações tornam mais fácil e menos custoso cindir a “propriedade econômica” das ações – entendida como direito aos retornos do investimento – do poder de voto. (...) [No *empty voting*], o voto é “esvaziado”, a propriedade econômica pertence a um sujeito diverso daquele que vota”. Tradução livre. No original: “Derivati e prestito titoli rendono più facile e meno costoso scindere la “proprietà economica” delle azioni – intesa come diritto ai ritorni dell’investimento – dal potere di voto. (...) [Nell’*empty voting*], il voto è “svuotato” del correlativo interesse economico: la proprietà economica spetta ad un soggetto diverso da quello che vota”. Cf. FERRARINI, Guido. *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societário*. In: **La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive**. Atti del Convegno Internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre, 2006). Collana delle Rivista delle società, n. 30, a cura di Guido Rossi. Milano: Giuffrè Editore: 2007, pp. 629-667.

¹⁵¹ Cf. ROBERT, Bruno. **Exercício do direito de voto...** Op. Cit., pp. 78-79.

¹⁵² Em defesa da liquidez do mercado, no relatório da audiência pública que culminou na Instrução CVM nº 461/2007, registraram-se os corretos comentários da Ancor e da CNB: “A Ancor é contrária à possibilidade de existência de mercado sem intermediação. O participante entende que a proposta de eliminação da intermediação parte da premissa de que os modernos sistemas de negociação teriam tornado a figura do intermediário dispensável, de forma que o acesso direto dos investidores poderia permitir a existência de mercados com qualidade compatível com a dos atualmente existentes. Essa premissa, entretanto, ignoraria as diferenças entre as motivações do investidor e do intermediário, aquele com atuação individual e preocupado apenas com seus próprios investimentos, e este dedicado a fortalecer e criar liquidez para o mercado. Dessa forma, a eliminação do intermediário significaria suprimir a liquidez do mercado em prejuízo de todos os seus participantes. O enfraquecimento do intermediário resultaria em uma “ínfima redução do custo representado pela intermediação”, mas não eliminaria as despesas com compensação, liquidação e custódia, que “tenderiam a ter seu custo elevado, pois não mais estaria presente o elemento que torna todas as contrapartes atuantes no mercado iguais em idoneidade e em capacidade financeira – o corretor”. Após extensão do prazo da audiência pública, a Ancor apresentou nova manifestação sugerindo que se alterasse a redação da minuta para deixar expresso que só pudessem ser consideradas corretoras as pessoas jurídicas constituídas e autorizadas a funcionar de acordo com a Resolução 3.485, do Conselho Monetário Nacional, que fossem também admitidas como pessoas autorizadas a operar em mercados organizados. A dispensa de intermediação também é considerada inadequada pela CNB. Em adição aos argumentos da Ancor, o participante chama atenção para o aspecto técnico das operações de mercado de capitais disponíveis ao público, que exigiria “assessoramento qualificado e responsabilização profissional”, e para as obrigações tributárias acessórias desempenhadas pelas corretoras”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html>. Sítio consultado em 10.09.2015. A respeito do aumento da liquidez provocado pelo aluguel de ações, TRINDADE adverte que: “Os efeitos benéficos do aumento de liquidez são, em si mesmos, mais controversos. Embora em geral se reconheça que a existência de especuladores [predicativo costumeiramente atribuído aos tomadores] seja inerente ao mercado de capitais, e produza efeitos positivos em razão do aumento da liquidez e de uma mais adequada formação de preços, existe crescente preocupação quanto aos riscos que podem decorrer da negociação de valores mobiliários de forma intensa, mas sem objetivo econômico de obter retorno de longo prazo [como ocorre com os doadores]. Só cresce, por exemplo, a polêmica sobre os chamados investidores de alta frequência (*high frequency traders* ou HFT), que negociam por meio da colocação de um gigantesco número de ordens, calculadas por *softwares* baseados em algoritmos destinados a capturar pequenas diferenças de cotações entre ativos e executadas por computadores conectados às bolsas. Para muitos, o aumento da liquidez gerado por tais investidores não compensaria os riscos para o mercado de capitais decorrente da negociação baseada exclusivamente na obtenção de ganhos de curtíssimo prazo, sem correlação com o valor intrínseco dos ativos. O mesmo se discute em relação às operações de mútuo de ações, porque os tomadores dos títulos normalmente os negociam visando a obter ganhos de curto prazo, sem preocupação com a valorização do ativo e, muitas vezes, com explícito interesse na sua desvalorização, para a qual podem tender a colaborar”. Cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de ações..., Op. Cit., p. 519, nota de rodapé nº 1.

às últimas consequências, em situações que Henry T. C. HU e Bernard BLACK contribuíram para definir como hipóteses de *hidden* ou *morphable ownership*. Tornaram-se comuns, no mercado financeiro, não apenas pela evolução criativa dos agentes, mas também com grande auxílio do desenvolvimento tecnológico, operações que, por motivações diversas, permitem a troca muito rápida da propriedade das ações e a corporificação também efêmera do investidor no estado de acionista e sua imediata disposição. Operações como o **aluguel de ações**, as opções de compra e de venda de ações, de *parking shares*, que em princípio se prestam a gerar mais liquidez e outras fontes de renda ou proteção contra instabilidades no mercado, ou ainda, a planejamentos tributários ou estratégias comerciais para evitar temporariamente a divulgação de informações, **revelam também um enorme potencial para proporcionar poderes significativos de ingerência nas decisões da companhia, com riscos e custos mais baixos.**

198. Isto é, o uso do aluguel de ações para incrementar o direito de voto com finalidades alheias à companhia e passíveis de suscitar conflitos societários de natureza variada não só existe, como a regulamentação legal da operação não fornece saída concreta para tal hipótese (aliás, a disciplina jurídica em questão sequer diz expressamente quem exerce o direito de voto, como se de obviedade se tratasse).

199. A esse respeito, e corroborando que não se trata de circunstância óbvia, novamente, Bruno ROBERT¹⁵³ afirma que:

Não há, contudo, tratamento específico para o direito de voto. Seja pelas dificuldades teóricas de separação entre propriedade e o direito de voto, seja pela própria incerteza quanto à transferência da titularidade da ação, fato é que, **na prática**, considera-se que o voto cabe ao mutuário. E nada mais¹⁵⁴ se diz sobre o assunto.

200. Tanto o é que, em 08 de novembro de 2006, no contexto da aprovação da Instrução CVM nº 441/2006, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM exigiu que o investidor ou grupo de investidores que, por meio do aluguel de ações, adquira participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais das ações da companhia, comunique ao mercado por meio de Fato Relevante¹⁵⁵.

¹⁵³ Cf. ROBERT, Bruno. **Exercício do direito de voto...** Op. Cit., p. 92. Grifos nossos.

¹⁵⁴ A respeito das lacunas regulamentares, a área técnica da CVM assim se manifestou no caso das Companhias Oi: “Destá forma, tendo em vista que não há previsão regulamentar que aborde o tratamento do direito de recesso no âmbito do empréstimo de ações, a resposta aos questionamentos efetuados pelo Reclamante deve basear-se também nas conseqüências práticas oriundas da natureza jurídica deste contrato”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0009/8103-2.pdf>>. Sítio consultado em 26.04.2016.

¹⁵⁵ Assim esclareceu a CVM: “Considerando as recentes consultas formuladas por investidores (vide Comunicado ao Mercado de 23/10/2006), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) esclarece que o investidor ou grupo de investidores que atinja, ainda que por meio de propriedade de ações adquiridas por empréstimo, participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do

201. A tratativa do assunto se dá, portanto, diante de sua não obviedade e em razão de experiências havidas noutros ordenamentos, cujos efeitos negativos se quer evitar em território nacional¹⁵⁶.

202. Nada impede que, v.g., no âmbito do aluguel de ações, o doador, num suposto contrato de empréstimo diferenciado, oriente o tomador no sentido em que este deva votar, posto que tal acerto não fora expressamente proibido pela legislação vigente.

capital de companhia aberta, deve proceder à publicação e envio à CVM da Declaração prevista no artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02. Do mesmo modo, as ações objeto de empréstimo devem ser consideradas no cálculo do aumento ou redução de participação relevante para fins do disposto nos parágrafos 1º e 4º do mesmo artigo. A CVM recomenda que as Declarações a que se refere o art. 12 da Instrução 358/02 façam referência, se for o caso, à parcela das ações detidas pelo investidor declarante que tenha sido adquirida ou alienada por meio de empréstimo de ações”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2006/20061108-1.html>>. Sítio consultado em 07.09.2015. Tal necessidade foi reiterada no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº001/2013, em seu item 3.9.2, “d”: “Cabe ressaltar que o investidor ou grupo de investidores que atinja, ainda que por meio de propriedade de ações adquiridas por empréstimo, participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve proceder à divulgação da declaração prevista no artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02. Do mesmo modo, as ações objeto de empréstimo devem ser consideradas no cálculo do aumento ou redução de participação relevante para fins do disposto no caput e nos parágrafos 1º e 4º do mesmo artigo. Nesse sentido, as declarações a que se refere o artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02 devem discriminar a parcela das ações detidas pelo investidor declarante que tenha sido adquirida ou alienada por meio de empréstimo de ações. A obrigação de comunicar a participação relevante parcial ou integralmente composta por ações tomadas por empréstimo é aplicável independentemente do fim a que essas operações se proponham”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0113.pdf>>. Sítio consultado em 07.09.2015. A razão da escolha do percentual é facilmente imaginável, uma vez que, com esse percentual é possível realizar determinados atos societários, v.g., poder-se-ia requerer a exibição dos livros da companhia (art. 105 da Lei Federal nº 6.404/76) com fins espúrios.

¹⁵⁶ Portanto, do objeto do presente trabalho foi excluído o empréstimo de ações em tesouraria, as quais, de acordo com o art. 30, §4º da Lei Federal nº 6.404/76 e art. 16 da Instrução CVM 10, de 14 de fevereiro de 1980, não possuem direito a dividendo e nem a voto. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst010.html>>. Sítio consultado em 07.09.2015. Note-se, aliás, que na Alemanha, Martin ZIMMERMANN critica a postura de diretrizes internacionais, como o Securities Lending Code of Best Practice, que se limitam a dizer que alugar ações com o mero propósito de aumentar o voto é uma prática má. Diz o autor: “Nenhuma solução é sugerida por diretrizes facultativas ou Códigos de Conduta, como o como o International Corporate Governance Network publicado por último em 2007, por meio do Securities Lending Code of Best Practice que denota em seu número 7 a obtenção de ações por meio do aluguel com o propósito de exercer o direito de voto como uma prática ruim/má. O mesmo vale para o trecho C, número 7.4, da Securities Lending e Repo Committee do Banco da Inglaterra publicado pela Securities Borrowing and Lending Code of Guidance”. Tradução livre. No original: “Keine Lösung stellen unverbindliche Leitlinien oder Codes of Conduct wie der von dem International Corporate Governance Network zuletzt im Jahr 2007 veröffentlichte Securities Lending Code of Best Practice dar, der in seiner Ziff. 7 die darlehensweise Beschaffung von Aktien zum Zweck der Stimmrechtsausübung als „bad practice“ bezeichnet. Gleiches gilt für die in Abschnitt C, Ziff. 7.4 des von dem Securities Lending and Repo Committee der Bank of England veröffentlichten Securities Borrowing and Lending Code of Guidance”. Cf. ZIMMERMANN, Martin. *Das Aktiendarlehen: Die Zuordnung von Aktionärsrechten im Spannungsfeld von Zivil-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2014, pp. 332.

203. Tal estratégia, a que se dá o nome de *morphable ownership*¹⁵⁷, poderia ser facilmente utilizada para mascarar possíveis conflitos de interesse, justamente um dos problemas por nós sugerido.

204. O *empty voting*, por sua vez, se dá nas situações em que há o *decoupling*, a distorção dos mecanismos de titularidade do direito de voto, separando-o da propriedade econômica das ações. Isto é, nesse caso, o doador propositalmente dá ações em aluguel a fim de que não vote e com isso tente, v.g., impedir determinada deliberação (por não se ter atingido o percentual de votos necessários, por exemplo). Acerca do uso de tal estratégia no aluguel de ações, FERRARINI¹⁵⁸ ensina que:

Para separar o voto da propriedade econômica das ações – o chamado esvaziamento do voto (*empty voting*) – podem ser utilizados quer derivativos, quer outros contratos financeiros. A hipótese mais simples é aquela do aluguel de ações, que transfere a propriedade das ações e dos correlatos direitos de voto ao tomador [que possui liberdade para votar]. Este se obriga a restituir uma igual quantidade de ações ao doador, ao fim do prazo pactuado, juntamente com os dividendos pagos no curso do aluguel, e a pagar um correspectivo [valor] pelo aluguel (de montante relativamente modesto, dada a notável liquidez do mercado acionário hodierno). O dever de restituição é garantido por uma soma de dinheiro ou por instrumentos financeiros. Fazem recurso do aluguel de ações geralmente operadores que vendem a descoberto, os quais tomam os títulos em empréstimo para vendê-

¹⁵⁷ FERRARINI afirma, nesse sentido, que “a propriedade econômica [das ações] de per se foge à disciplina da transparência acionária que concerne ao poder formal de voto: é, portanto, uma propriedade “escondida”. Pode acontecer, contudo, que o proprietário econômico das ações tenha o poder “informal” (não sancionado juridicamente) de requerer ao intermediário de a ele transferir ações de cobertura ou simplesmente de votar de um certo modo: donde deriva o termo *morphable ownership*, isto é, de propriedade econômica conversível em titularidade formal das ações ou do poder de voto”. Tradução livre. No original: “La proprietà economica di per sé sfugge alla disciplina della trasparenza azionaria, che guarda al potere formale di voto: è, quindi, una proprietà “nascosta”. Può accadere, tuttavia, che il proprietario economico delle azioni abbia il potere “informale” (non sanzionato giuridicamente) di chiedere all’intermediario di trasferirgli le azioni di copertura o semplicemente di votare in un certo modo: donde il termine *morphable ownership*, cioè di proprietà economica convertibile in titolarità formale delle azioni o potere di voto”. Grifos nossos. Cf. FERRARINI, Guido. *Prestito titoli...* Op. Cit., pp. 630-631.

¹⁵⁸ Tradução livre. No original: “Per separare il voto dalla proprietà economica delle azioni – c.d.svuotamento del voto (*empty voting*) – possono utilizzarsi sia derivati azionari che altri contratti finanziari. L’ipotesi più semplice è quella del prestito titoli, che trasferisce la proprietà delle azioni e dei relativi diritti di voto al prestatario. Questi si impegna a restituire un’eguale quantità di azioni al prestatore, alla scadenza pattuita, insime con i dividendi pagati nel corso della durata del prestito, ed a pagare un correspectivo per il prestito (di importo relativamente modesto, data la notevole liquidità degli odierni mercati azionari). Il debito di restituzione è garantito da una somma di denaro o da strumenti finanziari. Al prestito titoli fanno generalmente ricorso operatori che vendono azioni allo scoperto, i quali prendono titoli a prestito per venderli sul mercato e poi riacquistarli in un momento successivo restituendoli al prestatore. Fuori dei casi di vendita allo scoperto, il prestito titoli può essere utile a separare la proprietà economica delle azioni dal voto. Il rischio economico delle azioni resta in capo al prestatore, il quale riceve alla scadenza una pari quantità di titoli della medesima specie. Al prestatario spettano, invece, la titolarità delle azioni e quindi il diritto di voto. (...). Prestatori sono generalmente investitori istituzionali, specialmente fondi pensione, più interessati a lucrare il correspectivo del prestito che a partecipare attivamente alle assemblee”. Cf. FERRARINI, Guido. *Prestito titoli...* Op. Cit., pp. 632-633.

los no mercado e depois readquiri-los em um momento sucessivo, restituindo-os aos doadores. Fora dos casos de venda a descoberto, o aluguel de ações pode ser útil para separar a propriedade econômica das ações do voto. O risco econômico das ações é corrido pelo doador, o qual recebe ao termo da operação uma quantidade igual de títulos da mesma espécie. Ao tomador, por sua vez, incumbe a titularidade da ação e, portanto, o direito de voto. (...) Doadores geralmente são investidores institucionais, especialmente fundos de pensão, mais interessados em lucrarem com o respectivo aluguel do que em participar ativamente das assembleias.

205. Da mesma forma, o aluguel de ações também se mostra cenário factível para a prática da venda de voto¹⁵⁹ (o que, em verdade, pode ocorrer mesmo fora do âmbito dessa operação, mas também é um problema que a ela se aplica).

206. Cumpre lembrar, quanto ao direito de voto, que a Lei Federal nº 6.404/76, que revogou o Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, passou a seguir o raciocínio dos países de *Common Law*, entendendo-se que ele tem cunho contratual (o acionista investiu, “contratou” participação), do que resulta poder o titular da posição acionária dispor de tal direito.

207. Muito embora no direito estadunidense tal concepção tenha sido utilizada como suporte para fundamentar a representação dos acionistas por administradores, o raciocínio contratual se mostra aplicável ao aluguel de ações, mormente quando se observa que fora abandonada a ideia de que o voto é inerente à propriedade acionária¹⁶⁰.

208. Da mesma forma que, com fulcro na concepção contratual, é possível a cessão do direito de voto sem que o acionista se desfaça da titularidade acionária, no aluguel de ações é igualmente razoável tal transmissão, vez que a propriedade é temporariamente transferida.

209. Se o tomador pode votar, de pronto se imagina ser possível que o doador se orquestre com aquele a fim de prejudicar a sociedade e/ou, ainda, de beneficiar a si próprio.

¹⁵⁹ Situação na qual um acionista aluga ações a um terceiro, por meio de contrato de empréstimo diferenciado, com a finalidade deliberada de que este terceiro (tomador) aumente seu poder de voto e possa influenciar ou mesmo aprovar ou reprovocar determinada deliberação de acordo com o que lhe convenha (e não no interesse da companhia, como determina o art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76).

¹⁶⁰ Nesse sentido, cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 2º Volume. Arts. 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 422-424.

210. De modo genérico, se pode dizer que a regulamentação do aluguel de ações quanto a esse ponto, teria o mérito de atribuir maior *enforcement*¹⁶¹ à vedação da prática de manobras societárias que impliquem abuso de direito¹⁶², abuso que se pode dar, inclusive, por meio da minoria¹⁶³.

211. Referido abuso, facilmente verificável por meio da adoção de estratégias como o *hidden ownership*, pode ser conceituado como:

Abuso que pode se verificar no exercício pelo sócio [e, portanto, também pelo acionista] de cada uma e todas as posições jurídicas subjetivas ativas inerentes à sua situação jurídica, à sua posição contratual na complexa relação jurídica societária (...). Além de se opor à maioria, e aí poder incorrer em abusos, a minoria também é titular de outros direitos e prerrogativas, alguns dos quais passíveis de serem exercidos em assembleia geral e outros tantos fora do órgão colegiado de sócios. São direitos de sócio, de caráter político ou econômico, ora na modalidade de direitos essenciais (ou individuais) ora direitos de minoria em sentido estrito. Também eles encontram os limites de exercício válido no interesse social ou, como preferem outros, no dever societário de lealdade, a proscrever condutas que venham a lesar os legítimos interesses e as expectativas tuteláveis dos restantes sócios¹⁶⁴.

¹⁶¹ Segundo Viviane Muller PRADO “quando se entende que a lei é completa, o maior problema a ser enfrentado pelo sistema jurídico é a previsão de sanções apropriadas e determinação dos instrumentos de enforcement para coibir a sua violação. Ao negar a completude, a teoria [da incompletude legislativa, desenvolvida por Katharina Pistor e Chenggang Xu] quer justamente chamar a atenção para a atuação institucional que terá o poder de completar no caso concreto o sentido da norma. De fato, aceitando que a lei é incompleta, o seu enforcement ganha uma outra conotação, pois se relaciona com a questão de como o sistema jurídico trata essa especificação do conteúdo e o significado da lei quando a contingência futura aparece. Estes pontos não podem ser antecipados para o momento da criação da norma. Aceitando-se essa incompletude, passa a ser crucial ver como o sistema jurídico organiza e aloca as instituições com poderes para aplicar a legislação ao caso concreto, para novos e futuros casos. Dessa perspectiva surgem duas perguntas: (1) quem deve ter competência para aplicar as regras jurídicas e dar efetividade a estas? e (2) que fatores devem ser considerados na alocação dessas competências para diferentes agentes?”. Cf. PRADO, Viviane Muller. Reflexões sobre enforcement de normas societárias. In: NETO, Andrea di Sarno; DAUD, Felipe Taufik; ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa; CURY, Maria Fernanda Calado de Aguiar Ribeiro; PAIVA, Mariana Monte Alegre de; CUNHA, Luciana Gross; PRADO, Viviane Muller. **Poder Judiciário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2007, pp. 119-120.

¹⁶² Segundo Aldo FERRARI, “o conceito de abuso de direito coincide, em linhas gerais, com o instituto – próprio do direito alemão – da *Verwirkung* ou do ‘exercício inadmissível do direito’”. Tradução livre. No original: “*Il concetto di abuso del diritto coincide, in linea generale, con l’istituto – proprio del diritto tedesco – della Verwirkung ovvero dell’ ‘esercizio inammissibile del diritto’*”. Cf. FERRARI, Aldo. **L’abuso del diritto nella società**. Padova: CEDAM, 1998, pp. 4.

¹⁶³ O que, aliás, é mais possível que ocorra no seio da operação em comento. Nesse sentido, salientando a evidência de que o direito de voto pode ser utilizado para a prática de abuso da minoria, cf. FERRARI, Aldo. **L’abuso...** Op. Cit., pp. 125.

¹⁶⁴ Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, *passim*.

212. É certo que o caso das “Companhias Oi”, utilizado para contextualizar o objeto do presente trabalho, deu-se em um cenário muito específico, em que o valor do recesso era superior ao valor que as ações possuiriam se alienadas em bolsa.

213. Contudo, referido *leading case* chamou a atenção para a situação jurídica subjetiva que o tomador ostenta perante a companhia emissora, assim como para as faculdades (assim entendidas como as liberdades de exercer seu próprio interesse) que perante ela se pode exercitar na vigência do aluguel de ações e sobre as quais o regramento positivo é lacunoso.

214. Segundo observa Paul LE CANNU¹⁶⁵, o mesmo dever que se impõe aos sócios majoritários de lealdade na observância do interesse da sociedade também se impõe aos sócios minoritários, cuja importância adquire destaque nas situações em que não haja controle majoritário.

215. Diante do potencial risco de *strike suits* no Direito brasileiro¹⁶⁶ que tomem por combustível o aluguel de ações (bem como de outros oportunismos afins), mais uma vez se chama a atenção para a necessidade da existência de um tratamento escoreito do direito de voto e do conflito de interesses, objetos, respectivamente, dos capítulos terceiro e quarto. Deixar prevalecer a lacuna é aceitar o risco da insegurança jurídica.

II.4 Aspectos tributários do aluguel de ações

216. A seara tributária é um importante ponto de fechamento no que diz respeito à motivação econômica do aluguel de ações e guarda ampla correspondência com o primeiro direito essencial dos acionistas a ser tratado no capítulo terceiro: o direito à participação nos lucros (art. 109, inc. I, da Lei Federal nº 6.404/76), que pode se manifestar, *v.g.*, na forma de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio, dos quais trataremos neste tópico.

¹⁶⁵ Cf. LE CANNU, Paul. *L'abus de minorité*. Paris : Bulletin Joly Sociétés, nº 4, 1986, pp. 143.

¹⁶⁶ Assim explica ADAMEK: “É certo que, ao legitimar a atuação judicial do sócio adquirente, a nossa lei acionária manteve aberta a possibilidade da ocorrência de abusos, já verificados sobretudo no direito norte-americano, no qual certos litigantes profissionais, cientes das irregularidades ocorridas na gestão da companhia, adquiriam alguns de seus títulos acionários, justamente para depois promover ações de responsabilidade civil e, ao final, auferir ganhos indébitos, sendo que, na praxe, as ações de responsabilidade civil assim promovidas são denominadas *strike suits*. Embora o fenômeno não se tenha verificado significativamente entre nós, há quem critique o legislador por não tê-lo coibido desde já”. Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 444.

217. A análise dos aspectos fiscais da operação econômica denominada de aluguel de ações se subdivide em dois vieses: (i) a tributação da remuneração de aluguel recebida pelo doador das ações (ou da posição acionária); e (ii) a compreensão tributária acerca do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio.

218. Sobre a remuneração que auferir o doador pelas ações disponibilizadas e negociadas em aluguel, a tributação de Imposto de Renda se dará em conformidade com o previsto para as aplicações financeiras de renda fixa (posto que assim o determinam os arts. 6º, 28 e 73 da Instrução Normativa da RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015¹⁶⁷) e, aplicado o art. 2º da Lei Federal nº 13.043 de 13 de novembro de 2014¹⁶⁸, tais rendimentos se tributariam com retenção na fonte das seguintes alíquotas:

- (i) 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
- (ii) 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
- (iii) 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; e
- (iv) 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

219. Note-se que a Lei Federal nº 13.043/2014 adota as mesmas alíquotas adotadas pela Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015. Ademais, a sistemática das citadas Lei e Instrução se encontram em plena harmonia com o quanto dispõem os arts. 81, §6º, da Lei 8.981/1995 e o art. 730, inc. III, do Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999 (Regulamento do Imposto de Renda – RIR¹⁶⁹).

220. Também se observa da norma que fornece os valores das alíquotas aplicáveis um estímulo à realização de alugueis de valores mobiliários de maior duração, eis que o percentual é regressivo, proporcionalmente ao prazo do contrato.

¹⁶⁷ Disponível em:

<<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 16.09.2015.

¹⁶⁸ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2014/Lei/L13043.htm>. Sítio consultado em 16.09.2015.

¹⁶⁹ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm>. Sítio consultado em 16.09.2015.

221. Há nisso outra consequência prática importante: se de um lado quanto maior a duração do aluguel de ações, menor a tributação incidente sobre a remuneração auferida pelo doador, por outro lado, quanto maior a duração do contrato, mais provável que ocorra algum evento que afete direitos inerentes à posição acionária, objetos do presente trabalho. Disso deve estar consciente o doador: de que em troca de uma tributação menor sobre sua remuneração, abrirá mão, por mais tempo, do exercício de direitos acionários, como o voto.

222. Se do ponto de vista dos valores das alíquotas o raciocínio parece singelo e fácil de ser seguido, tal facilidade não é encontrada no que diz respeito à sistemática do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio.

223. É cediço no mercado de capitais que o doador é quem fica com os dividendos e juros sobre capital próprio distribuídos pela companhia¹⁷⁰, e a disciplina tributária de tais “valores” é dada pelo art. 74 da Instrução Normativa RFB 1.585/2015¹⁷¹. Diz-se “valores” justamente pela peculiaridade que a norma apresenta.

¹⁷⁰ A informação é dada pelo próprio sítio da BM&FBOVESPA: “Formalmente, no empréstimo o doador deixa de ser o titular dos ativos e não recebe o provento da companhia. No entanto, o sistema BTC se encarrega de reembolsar o doador na mesma data e no mesmo montante, como se os ativos ainda estivessem custodiados em seu nome. Isso é, faz um crédito financeiro correspondente ao provento já ajustado às suas condições fiscais na data estipulada pela companhia emissora. Por outro lado, o sistema BTC debita o tomador nas mesmas bases (montante financeiro e data). Note que os valores distribuídos pela companhia emissora reembolsados ao doador são considerados restituição do valor emprestado originalmente, e não rendimento, portanto não são tributados. No caso de um provento em ativos (bonificação, grupamento etc.), o investidor doador recebe os ativos-objeto do empréstimo com as quantidades ajustadas. Se houver opção de subscrição no período de empréstimo, o sistema BTC garante ao doador a possibilidade de subscrever as ações a que tem direito sob as mesmas condições que teria caso estivesse com as ações em custódia (valores financeiros e datas). É importante ressaltar que durante o empréstimo, pelo fato do doador deixar de ser acionista formal da companhia, os direitos de subscrição não serão gerados em sua conta de custódia. Caberá ao tomador optar em devolver os direitos ou recibos de subscrição ou ações correspondentes à subscrição. No caso do recibo de subscrição ou novas ações o doador arcará com os custos relativos à subscrição. O acompanhamento do processo de subscrição via sistema BTC é realizado por sua equipe de monitoração juntamente com a equipe da corretora ou agente de custódia responsável pelas operações de empréstimo de ações do investidor”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br#15>>. Sítio consultado em 16.09.2015. Tal assertiva, contudo, é questionável à luz do princípio da incidibilidade contido no art. 28 da Lei Federal nº 6.404/76.

¹⁷¹ Art. 74. “O valor, integral ou parcial, reembolsado ao prestador pelo tomador, decorrente dos proventos distribuídos pela companhia emissora das ações durante o decurso do contrato de empréstimo, é isento do imposto sobre a renda retido na fonte para o prestador, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior. § 1º O valor do reembolso de que trata este artigo será: I - integral em relação aos proventos correspondentes às ações tomadas em empréstimo, caso ocorra o reembolso em decorrência do pagamento de valor equivalente: a) aos dividendos, em qualquer hipótese; e b) aos JCP, quando o prestador não estiver sujeito à retenção do imposto sobre a renda de que trata o § 2º do art. 9º da Lei nº 9.249, de 1995, por ser entidade imune, fundo ou clube de investimento, ou entidade de previdência complementar, sociedade seguradora e Fapi, no caso de aplicações dos recursos de que trata o art. 5º da Lei nº 11.053, de 2004; ou II - parcial em relação aos JCP correspondentes às ações tomadas em empréstimo, deduzido o valor equivalente ao imposto sobre a renda na fonte que seria retido e recolhido pela companhia em nome do prestador na hipótese de o prestador não ter colocado suas ações para empréstimo nas entidades de que trata o caput do art. 73. § 2º

224. Vale dizer, a norma diz expressamente que eventuais valores distribuídos pela companhia emissora retornarão ao doador mesmo na vigência do “contrato de empréstimo”, sendo considerados “restituição parcial do valor emprestado originalmente, e não rendimento¹⁷²”.

225. Analisemos a questão primeiramente do ponto de vista da relação comercial. Deste, a operação parece notoriamente eficiente, privilegiando sobremaneira o aproveitamento dos recursos, trazendo às partes, mormente ao doador, um grau elevadíssimo de satisfação. Isto é, difícil cogitar-se de uma situação outra, na qual o doador fosse (ainda) mais beneficiado tributariamente, sem prejuízo do tomador (ou mesmo da companhia).

226. Ademais, tal medida reguladora parece beneficiar o doador a tal ponto que, de uma perspectiva de planejamento tributário, a operação econômica, desse prisma analisada, soa definitivamente vantajosa.

No caso de tomador pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, o valor do imposto sobre a renda a que se refere o inciso II do § 1º não poderá ser compensado como antecipação do devido na apuração do Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), ainda que retido em seu nome. § 3º No caso de empréstador pessoa jurídica, o valor do reembolso a que se refere o inciso II do § 1º deverá ser incluído na apuração da base de cálculo do IRPJ e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), adicionado do valor correspondente ao imposto sobre a renda retido pela fonte pagadora dos JCP em nome do tomador. § 4º O valor correspondente ao imposto sobre a renda que foi adicionado na forma prevista no § 3º poderá ser compensado como antecipação do devido na apuração do IRPJ devido pelo empréstador pessoa jurídica, ainda que não tenha sido retido em seu nome. § 5º O empréstador pessoa jurídica não poderá deduzir o valor correspondente a 15% sobre o valor bruto de JCP distribuído pela companhia emissora das ações emprestadas, no caso de alienação das ações pela pessoa jurídica tomadora. § 6º O valor correspondente aos JCP reembolsado ao empréstador poderá ser dedutível na apuração do IRPJ, no caso de tomador pessoa jurídica tributada com base no lucro real.”. Disponível em:

<<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 16.09.2015.

¹⁷² Tal ideia também está contida na Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 651/2014, a qual foi convertida na Lei Federal nº 13.043/2014: “Quanto a este tema específico [aluguel de ações], é previsto o tratamento tributário que deve ser dado ao reembolso pelo tomador dos valores equivalentes aos proventos distribuídos pela companhia emissora no decurso do contrato de empréstimo ao empréstador, de modo que o empréstador seja mantido em sua posição financeira original. Cabe esclarecer que hoje o reembolso dos valores equivalentes aos proventos distribuídos pela companhia emissora no decurso do contrato de empréstimo não é tributado, mas, dada a ausência de lei tratando sobre o tema, não há clareza quanto ao tratamento tributário que deve ser dado a esse reembolso. Na medida em que o referido reembolso não é considerado rendimento, faz-se necessária a isenção do imposto sobre a renda sobre o reembolso dos valores equivalentes aos proventos distribuídos pela companhia emissora no decurso do contrato de empréstimo expressamente em lei, conforme proposto na Medida Provisória que se faz presente”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2014/Exm/ExmMPv651-14.doc>. Sítio consultado em 16.09.2015.

227. A norma tributária, no caso, é marcadamente indutora, isto é, influencia o comportamento dos agentes de mercado, o que, para ZILVETI¹⁷³, implica violação do princípio da neutralidade, advertindo-se que a ideia de total neutralidade é utópica¹⁷⁴, parecendo-nos correto o entendimento de SCHOUERI¹⁷⁵, para quem:

A neutralidade tributária não significa a não interferência do tributo sobre a economia, mas, em acepção mais restrita, neutralidade da tributação em relação à livre concorrência, visando a garantir um ambiente de igualdade de condições competitivas, reflexo da neutralidade concorrencial do Estado.

228. O problema de neutralidade tributária é aparente e, justamente por isso, criticável. Note-se que a Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 diz, de forma indistinta, “valores”. Isso implica que se teria aqui uma Instrução Normativa em conflito com a Lei Federal nº 9.249/95, posto que elimina, em efeitos práticos, a tributação dos juros sobre capital próprio nessa operação (o que a torna ilegal, portanto).

229. A Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 prossegue e dispõe que esse reembolso será: (i) integral para os dividendos, em qualquer hipótese; (ii) integral para os juros de capital próprio quando o doador não estiver sujeito à retenção do imposto sobre a renda de que trata o § 2º do art. 9º da Lei nº 9.249, de 1995, por ser entidade imune, fundo ou clube de investimento, ou entidade de previdência complementar, sociedade seguradora ou, ainda, Fundo de Aposentadoria Programa Individual (FAPI), no caso de aplicações dos recursos de que trata o art. 5º da Lei nº 11.053, de 2004; e (iii) parcial em relação aos JCP correspondentes às ações tomadas em empréstimo, deduzido o valor equivalente ao imposto sobre a renda que seria retido na fonte e recolhido pela companhia em nome do doador na hipótese de ele não ter colocado suas ações para empréstimo nas entidades de que trata o *caput* do art. 73.

230. É evidente que os dividendos serão objeto de restituição integral, ainda que, em vista do disposto no art. 81, §6º, da Lei Federal nº 8.981/1995 (que afirma sobre eles incidir

¹⁷³ Cf. ZILVETI, Fernando Aurélio. Variações sobre o princípio da neutralidade no Direito Tributário Internacional. In: COSTA, Alcides Jorge (coord). **Direito Tributário Atual**. Vol. 19. São Paulo: Dialética, 2005, pp. 24-40.

¹⁷⁴ LITTMANN, Konrad. *Ein Valet dem Leistungsfähigkeitsprinzip*. In: HALLER, Heinz; KULLMER, L.; SHOUP, Carl S.; TIMM, Herbert (orgs.). *Theorie und Praxis des finanzpolitischen Interventionismus*. Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), 1970, pp. 128.

¹⁷⁵ SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito Tributário**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 39.

alíquota de 15% - quinze por cento – assim como em relação às bonificações em dinheiro, razão pela qual se entende que eles poderiam, sim, ser restituídos, mas deduzido o imposto de renda, a fim de se evitar violação da citada lei). De toda forma, ingressarão no patrimônio do doador e este declarará tê-los recebido quando do encerramento do exercício fiscal.

231. No que diz respeito à restituição parcial, deduzido o imposto sobre a renda na fonte, de que trata o art. 74, §1º, inc. II, da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015, chama-se a atenção para a obviedade da regra, vez que todo aluguel de valores mobiliários se dá na forma exposta no art. 73 da mesma Instrução¹⁷⁶.

232. Com efeito, não é possível realizar aluguel de ações senão com a intervenção das entidades mencionadas no art. 6º da Lei Federal nº 13.043/2014, razão pela qual o dispositivo incorre em certa redundância. Bastaria que a Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 tivesse se atentado ao teor do art. 2º da Instrução CVM nº 441/2006¹⁷⁷.

233. O ônus de recolher o imposto sobre a renda incidente sobre o valor correspondente aos juros sobre capital próprio distribuído pela companhia emissora é do tomador, consoante consta do art. 8º da Lei Federal nº 13.043/2014, nas hipóteses em que o doador seja pessoa física ou, em sendo pessoa jurídica sujeita ao imposto sobre a renda, o tomador seja: (i) entidade imune; (ii) fundo ou clube de investimento; ou (iii) no caso de aplicações dos recursos de que trata o art. 5º da Lei Federal nº 11.053, de 2004: (a) entidade de previdência complementar; (b) sociedade seguradora; ou (c) FAPI.

234. A ideia desse dispositivo é coibir, como já exposto, o uso dessas entidades como “barrigas de aluguel” nessa operação econômica. Ao menos é o que aduz a Exposição de

¹⁷⁶ Art. 73. “A remuneração auferida pelo prestador nas operações de empréstimo de ações de emissão de companhias abertas realizadas em entidades autorizadas a prestar serviços de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários será tributada pelo imposto sobre a renda de acordo com as regras estabelecidas para aplicação de renda fixa às alíquotas previstas no art. 6º”. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 17.09.2015.

¹⁷⁷ Art. 2º. “Somente as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia poderão manter serviço de empréstimo de valores mobiliários”. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst441consolid.doc>. Sítio consultado em 07.11.2014.

Motivos¹⁷⁸ da MP nº 651/2014 (a qual, repita-se, foi convertida na Lei Federal nº 13.043/2014):

Ademais, as operações de empréstimo de ações entre participantes de naturezas jurídicas diversas, podem gerar distorções quando do reembolso dos proventos, podendo gerar um potencial “ganho” ao tomador, quando da distribuição de Juros sobre Capital Próprio pela companhia emissora, desvirtuando a natureza do empréstimo de ações. De modo a coibir a referida operação que visa o aspecto financeiro do ganho e não a operação em si de empréstimo de ações – operação de planejamento conhecida no mercado como “barriga de aluguel” – propõe-se a criação de um novo imposto sobre a renda, à alíquota de 15%, de modo a desestimular àqueles que exclusivamente operam em mercado de empréstimo de ações pelo potencial ganho da operação “barriga de aluguel”¹⁷⁹.

235. Note-se que o art. 8º da Lei Federal nº 13.043/2014 está em plena consonância (ou em pleonasmos, se se preferir) com o art. 74, §1º, da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015, vez que este dispõe que, nessas hipóteses, o “reembolso” dos valores distribuídos pela companhia será integral.

236. A nomenclatura utilizada nos faz pensar em problemas como os supracitados (ver §§ 34 e 157, do presente trabalho), nos quais nos questionamos a quem pertencem os valores distribuídos pela companhia e outros direitos de impacto financeiro, como o de subscrição.

237. Vale dizer, se os valores distribuídos pela companhia de fato pertenceriam ao tomador¹⁸⁰, que passa a deter a posição acionária¹⁸¹, por que o art. 74 da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 aduz que tais valores serão “reembolsados ao prestador”¹⁸²? Daí se ressalta, com efeito, que tal disposição observou mais o mecanismo operacional do aluguel de valores mobiliários que a técnica tributária propriamente dita.

238. A nomenclatura utilizada (“reembolso”) não nos parece a mais precisa e, como constante das já citadas §§ 34 e 157 do presente trabalho, apenas suscita mais dúvida a

¹⁷⁸ Conferir nota de rodapé n. 31.

¹⁷⁹ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Exm/ExmMPv651-14.doc>.

Sítio consultado em 17.09.2015

¹⁸⁰ Cf. KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. Empréstimo de ações... Op. Cit, pp. 21.

¹⁸¹ O que se encontra, repete-se, em plena consonância com o art. 28 da Lei Federal nº 6.404/76, que consagra o dito princípio da incidibilidade.

¹⁸² Expressão utilizada pela Instrução Normativa da Receita Federal. Ao longo do trabalho, contudo, preferiu-se a utilização das expressões adotadas pelo mercado, doador e tomador.

respeito da atribuição dos frutos dos valores mobiliários e de outros direitos econômicos, como o de preferência na subscrição de novas ações.

PARTE II – DIREITOS INERENTES À POSIÇÃO ACIONÁRIA E POSSÍVEIS CONFLITOS DE INTERESSE NO ÂMBITO DO ALUGUEL DE AÇÕES

III. EXERCÍCIO DOS DIREITOS INERENTES À POSIÇÃO ACIONÁRIA NO ALUGUEL DE AÇÕES

239. Uma vez estruturado o aluguel de ações do ponto de vista operacional e qualificado como contrato *sui generis*, o que é reforçado inclusive pelo seu tratamento tributário no que toca aos dividendos e juros sobre capital próprio, os quais se inserem no direito (essencial) dos acionistas de participar dos lucros, observou-se que: (i) a CVM e o BACEN eram competentes para regulamentar a operação e assim o fizeram; (ii) a CVM no uso de suas atribuições determinou que as entidades que prestam o serviço de compensação e liquidação, notadamente a Câmara de Ações, regulamentassem, em caráter mínimo, os direitos inerentes aos valores mobiliários objeto da operação.

240. O que se nota – e aqui se examinará – é que tal regulamentação não é isenta a críticas. Se de um lado é defensável a posição de que o aluguel de ações como operação de bolsa que é, possui caráter impessoal (feito “contra o mercado”) e deveria prestigiar a autonomia dos investidores (tanto que possibilita a realização de contrato de empréstimo diferenciado), razão pela qual seria criticável o disposto no art. 4º, §1º, II, da Instrução CVM nº 441/2006, também é igualmente defensável (e é a posição que adotamos) que a CVM era competente para assim dispor sobre a matéria e que, assim dispondo, há de se analisar se a regulamentação aqui aludida merece reparos ou não.

241. E é através dessa análise crítica que se completará a qualificação jurídica do aluguel de ações, operação *sui generis*, como já aludido, a fim de se poder construir um cenário a respeito do modo de exercício dos direitos individuais dos investidores finais (doador e tomador) inerentes às ações alugadas.

242. Partindo-se da premissa de que os modelos de contrato de aluguel de ações exemplificativamente pesquisados¹⁸³ não regulam o tratamento a ser conferido a todos os

¹⁸³ Não foi feito um levantamento empírico de todos os modelos de contrato de aluguel de ações existentes no Brasil, mas sim, para que se pudesse entender a sistemática dos direitos de tomadores e doadores, pesquisou-se um número de contratos que pudesse sinalizar qual a orientação que tem sido seguida pelo mercado. Assim, a

direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo, assim como lacunosos os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações¹⁸⁴, o presente capítulo intenta iluminar os contornos do art. 4º, §1º, inc. II da Instrução CVM nº 441/2006, vez que sua redação determina que, sim, haja a tratativa de todos direitos acionários assim categorizados.

243. Trataremos, em síntese, do modo de exercício dos direitos essenciais inerentes à posição acionária (arrolados ou não no art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76¹⁸⁵) pelo tomador e pelo doador, na vigência do aluguel de ações.

244. Não é demais lembrar que qualquer deliberação assemblear que tolha dos acionistas – inclusive no caso do aluguel de ações – quaisquer dos direitos essenciais arrolados no art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76 será eivada de nulidade¹⁸⁶.

245. Estudar-se-á, ainda, no âmbito dos direitos “não essenciais”, o direito ao *tag along* e o direito de voto¹⁸⁷.

título exemplificativo, utilizou-se o contrato utilizado pelo Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. Disponível no sítio: <http://www.santander.com.br/document/wps/contrato_aluguel.pdf>. Sítio consultado em 20.09.2015. Da mesma forma, também a título de ilustração, nenhuma disposição a respeito dos direitos inerentes aos valores mobiliários consta do termo de adesão entre corretoras e CBLC, como se vê de modelo disponível no sítio da mesma companhia. Disponível em: <[http://www.santander.com.br/document/wps/Termo de Adesao Corretora CBLC 28012014.pdf](http://www.santander.com.br/document/wps/Termo_de_Adesao_Corretora_CBLC_28012014.pdf)>. Sítio consultado em 20.09.2015. Com um modelo contratual um pouco mais organizado (inclusive a cláusula 7 do referido contrato o denomina de mandato), tem-se a versão adotada pelo Citi Corretora, a qual também não resolve o problema aqui colocado, vez que remete ao lacônico regulamento da própria Câmara de Ações. Disponível em: <<https://www.citicorretora.com.br/sites/arquivos/downloads/contrato.pdf>>. Sítio consultado em 20.09.2015. Ainda podem ser citados como exemplo os modelos de contratos da Alfa Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A., Ativa Investimentos, XP Investimentos e Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, a que também tivemos acesso em seus respectivos sítios eletrônicos.

¹⁸⁴ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 20.09.2015.

¹⁸⁵ Note-se que não só direitos essenciais aqueles previstos no art. 109 da LSA. São, igualmente, inderrogáveis os direitos de: “(i) ter sua responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, em todas as companhias; (ii) transferir livremente suas ações, no caso das companhias abertas; (iii) participar na oferta pública por ocasião da alienação do controle acionário de companhia aberta; (iv) convocar a assembleia quando os administradores retardem a sua convocação; e (v) propor ação de responsabilidade contra os administradores”. Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A...** Op. Cit., p. 588. Ademais, o direito de voto, v.g., não está arrolado no art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76 e, no que concerne às ações ordinárias, é, sim, um direito inerente.

¹⁸⁶ Nesse sentido, cf. BARBOSA, Marcelo. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 304.

¹⁸⁷ Diferentemente do que ocorre em nosso ordenamento, na Itália o direito de voto é considerado essencial. Nesse sentido, cf. GALGANO, Francesco. *Le società per azioni*. In: **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia**. Vol. 7. PADOVA: CEDAM, 1984, pp. 147. Válida aqui a ponderação de Bruno ROBERT, para quem “o direito de voto não é essencial simplesmente porque o objetivo da empresa é o lucro e não a agremiação de sócios”. Cf. ROBERT, Bruno. Direito de voto do acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial**. Volume 3: Sociedade Anônima. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 222-251.

246. Como se verá, a operação de aluguel de ações nos leva a questionarmo-nos acerca da rigidez do princípio da incindibilidade¹⁸⁸, a começar pelo próprio reembolso dos dividendos, cujo tratamento tributário já fora delineado supra e a disciplina societária será objeto de estudo doravante.

III.1 Direito de participar dos lucros sociais

247. Trata-se de prerrogativa capitulada no inc. I do art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76. Como ensina VERÇOSA¹⁸⁹,

O direito de participação nos lucros sociais representa a própria razão da criação da sociedade, reunindo-se nela bens e esforços que levam à realização de um resultado que poderia ser atingido pelo empresário, com menor eficiência e menor volume de resultados, mas que, como sócio de uma sociedade empresária, serão catalisados de forma muito mais proveitosa.

248. É certo que o direito ao dividendo é direito expectativo¹⁹⁰, que se verifica logo após o lucro fixado pelo balanço. Na lição de EIZIRIK¹⁹¹, “é direito subjetivo, individual, de conteúdo econômico, irrenunciável e irrevogável do acionista, que se converte em direito de crédito contra a companhia quando a assembleia geral delibera sua distribuição”.

249. Cuida-se de saber, no âmbito do aluguel de ações, a quem pertence o “crédito dividendual¹⁹²”.

¹⁸⁸ “A incindibilidade dos direitos que são elementos da ação não impede a cessão dos direitos de crédito ao dividendo declarado, à quota de rateio repartida, à preferência para subscrever valores mobiliários em determinada emissão, e ao valor do reembolso nascido do exercício do direito de retirada”. Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias...** Op. Cit., pp. 221.

¹⁸⁹ Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial – Sociedade por ações**. Vol. 3. 3ª ed., revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, pp. 224-225. O autor também chama a atenção para o fato de que no âmbito das companhias abertas, o interesse lucrativo do acionista é ainda maior, não só no que concerne aos dividendos, mas no que concerne à “eventual valorização da cotação das ações no mercado”. No mesmo sentido, cf. BARBOSA, Marcelo. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias...** Op. Cit., pp. 303.

¹⁹⁰ Muito embora o direito ao dividendo se situe no âmbito da expectativa, “destaca-se como o direito patrimonial de maior relevo”. Com efeito, se não houver expectativa de lucro, não há razão para que o investidor se vincule, inclusive por meio do aluguel de ações, a uma companhia. Cf. BARBOSA, Marcelo. **Direitos dos acionistas...** Op. Cit., pp. 306.

¹⁹¹ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A...** Op. Cit., pp. 595.

¹⁹² Cf. BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 1993, pp. 191.

250. O art. 74, §1º, *a*, da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 é literal ao dispor que os dividendos serão reembolsados ao doador, ao final da operação, assim como no caso dos juros sobre capital próprio, o §6º do mesmo dispositivo dispõe sobre o “valor correspondente aos JCP reembolsado ao prestador¹⁹³”, sendo inequívoco a quem tal norma atribui tal direito.

251. Tal atribuição, contudo, não é absoluta. Mesmo porque não faria sentido se pensar que os dividendos e os juros sobre capital próprio são indefinidamente (no curso do aluguel) atribuíveis ao doador, já que o tomador pode, inclusive, alienar as ações alugadas.

252. Vale, a esse título, retomar o problema mencionado na § 157 do presente trabalho:

Imagine-se que determinado lote de ações é alugado em 11.08.2016 pelo prazo de 360 dias e o aluguel não é reversível ao doador, mas ao tomador e isso tenha sido assim ajustado porque o doador, ao determinar citada ordem ao seu agente de custódia, creu que assim obteria remuneração maior. Imagine-se que o tomador alugou as ações, como é corriqueiro, para realização de *short selling*; portanto, tão logo a posição acionária é a ele transferida, ele a utiliza para cobrir uma posição vendida. Suponha-se que no centésimo dia de vigência da operação a companhia delibere distribuição de dividendos.

253. Na hipótese aqui tratada, admitir que os dividendos e os JCP cuja distribuição fosse deliberada seriam entregues (ou “reembolsados” como afirma a legislação tributária) ao doador implicaria anuir com enriquecimento ilícito do tomador, que as alienou e auferiu o valor pelo qual assim o fez, vulnerando-se o art. 884, do Código Civil de 2002¹⁹⁴.

254. Vale dizer, só há sentido em se falar em reembolso de dividendos ou JCP se o tomador, quando da aprovação da distribuição de tais valores em assembleia continua com as ações alugadas.

¹⁹³ Diz o dispositivo: Art. 74. “(...) 6º. O valor correspondente aos JCP reembolsado ao prestador poderá ser dedutível na apuração do IRPJ, no caso de tomador pessoa jurídica tributada com base no lucro real”. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 20.09.2015.

¹⁹⁴ Art. 884. Aquele que, sem justa causa, se enriquecer à custa de outrem, será obrigado a restituir o indevidamente auferido, feita a atualização dos valores monetários.

Parágrafo único. Se o enriquecimento tiver por objeto coisa determinada, quem a recebeu é obrigado a restituí-la, e, se a coisa não mais subsistir, a restituição se fará pelo valor do bem na época em que foi exigido.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Sítio consultado em 26.04.2016.

255. No mesmo sentido da regulação tributária¹⁹⁵, os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações aduzem, em seu item “7”, que:

Os Eventos de Custódia relativos aos Ativos objeto das Operações de empréstimo no BTC **devem ser reembolsados pelo Investidor tomador ao Investidor doador de Ativos. As posições sujeitas ao reembolso são aquelas que se encontram registradas ao final do terceiro dia útil (D+3) da última data de negociação “com direito”**, sendo que essa regra só se aplica quando o Ativo objeto da Operação de empréstimo for ação¹⁹⁶.

256. Ora, uma vez havendo que se falar em reembolso¹⁹⁷, indicia-se que o doador das ações não perde totalmente, por ocasião do aluguel, seu caráter de sócio¹⁹⁸.

257. Não recebidos os proventos (dividendos ou juros sobre capital próprio) nessa situação (manutenção das ações com o tomador), pode o doador exigir da companhia, depois de deliberada a sua distribuição, judicialmente, as contas, nos termos dos arts. 550 a 553 do CPC/2015.

¹⁹⁵ Tanto assim o é, que o art. 75 da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015 regulamenta o tratamento da exação para a hipótese em que o tomador percebeu os proventos e não teve de reembolsá-los porque superada a data-limite: Art. 75. “Será devido pelo tomador o imposto sobre a renda à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre o valor correspondente aos JCP distribuídos pela companhia emissora do papel objeto do empréstimo em ambientes de que trata o art. 73, na hipótese de operação de empréstimo de ações que tenha como parte emprestadora pessoa física ou jurídica sujeita ao imposto sobre a renda, e como parte tomadora: I - fundo ou clube de investimento; ou II - no caso de aplicações dos recursos de que trata o art. 5º da Lei nº 11.053, de 2004: a) entidade de previdência complementar; b) sociedade seguradora; ou c) Fapi. § 1º Para fins do disposto no caput, a base de cálculo do imposto a ser recolhido é o valor correspondente ao montante originalmente distribuído pela companhia, a título de JCP, em relação ao saldo das ações emprestadas ao tomador mantidas em custódia em sua titularidade acrescido do saldo de ações emprestadas a terceiros descritos nos incisos I e II do caput deste artigo. § 2º Cabe ao administrador do fundo ou clube de investimento ou entidade responsável pela aplicação dos recursos de que trata o art. 5º da Lei nº 11.053, de 2004, efetuar o recolhimento do imposto sobre a renda à alíquota prevista no caput. § 3º Para a hipótese de tomador previsto no caput que, na data do pagamento do JCP pela companhia emissora, seja também titular de ações não tomadas por meio de empréstimo ou também tenha emprestado ações, a base de cálculo para o imposto sobre a renda será o valor bruto do JCP pago por ação, multiplicado pelo somatório do saldo de ações de sua titularidade e do saldo de ações que o tomador tenha emprestado aos terceiros descritos nos incisos I e II do caput, observando-se para o somatório o limite máximo do número de ações tomadas em empréstimo pelo tomador. § 4º O imposto sobre a renda de que trata este artigo será: I - definitivo, sem direito a qualquer restituição ou compensação por parte do tomador das ações em empréstimo; e II - recolhido até o terceiro dia útil subsequente ao decêndio de ocorrência dos fatos geradores, utilizando-se o código de receita 5035”. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>. Sítio consultado em 21.09.2015.

¹⁹⁶ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 21.09.2015. Grifos nossos.

¹⁹⁷ E se de a própria regulamentação do aluguel de ações fala em reembolso, com maior razão se conferir esse direito ao doador quando a participação nos lucros sociais se efetiva por meio da distribuição de novas ações. Nessa hipótese, de fato, nenhum sentido haveria em conferir tal direito ao tomador.

¹⁹⁸ LEÃES já sustentava, desde o Decreto-Lei 2.627/40, que o direito do acionista ao dividendo se mostrava um autêntico direito subjetivo, inerente à sua qualidade de sócio, afirmando que “os acionistas, durante a vida da sociedade, são os destinatários naturais da atividade social, respeitados os interesses de terceiros”. Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. Tese de concurso à livre-docência na cadeira de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: Obelisco, 1969, pp. 305 e ss.

258. Se não distribuídos os dividendos e ainda vigente o aluguel de ações, pode o tomador exigir que a companhia preste tais contas. Contudo, ao mover a ação, imperioso será o litisconsórcio necessário (art. 114 do CPC/2015¹⁹⁹), uma vez que os efeitos do julgado afetarão diretamente os interesses do doador. No sentido inverso, a resposta é idêntica: ajuizada ação de prestação de contas pelo doador na vigência do aluguel de ações, necessariamente terá de haver litisconsórcio com o tomador, uma vez que este é que *transitoriamente* é titular da posição acionária.

259. Processualmente, destaca-se a inovação positiva do estatuto adjetivo civil, que passou a conferir ao condenado judicialmente a prestar contas no prazo de 15 (quinze) dias (art. 550, §2º, do Novo CPC), em contraste às 48 horas exigidas pelo CPC de 1973.

260. Tal alteração é perfeitamente condizente com a complexidade de operações como o aluguel de ações.

261. Vale dizer, muito embora não se esteja mais nos tempos de *Dodge vs. Ford Motor Co.*, o entendimento ali fixado se mostra compatível com a preservação do caráter essencial do direito aos dividendos:

A discricionariedade²⁰⁰ do Conselho de Administração deve ser exercida no sentido da escolha dos meios para atingir tal fim, e não pode ser alterada, nem, tampouco, sendo possível a redução dos lucros ou a sua não distribuição para os acionistas de modo a destiná-lo a outros propósitos.

262. Dessa forma, o tomador pode, em conjunto com o doador, exigir, sim, que a companhia preste contas acerca dos dividendos, mormente os obrigatórios, exigidos pelo art. 202 da Lei Federal nº 6.404/76²⁰¹.

¹⁹⁹ “Art. 47. Há litisconsórcio necessário, quando, por disposição de lei ou pela natureza da relação jurídica, o juiz tiver de decidir a lide de modo uniforme para todas as partes; caso em que a eficácia da sentença dependerá da citação de todos os litisconsortes no processo”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5869.htm>. Sítio consultado em 06.11.2015. “Art. 114. O litisconsórcio será necessário por disposição de lei ou quando, pela natureza da relação jurídica controvertida, a eficácia da sentença depender da citação de todos que devam ser litisconsortes”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm>. Sítio consultado em 06.11.2015.

²⁰⁰ Tradução livre. No original: “*The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes*”. **Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919)**. Disponível em: <<http://www.law.illinois.edu/aviram/Dodge.pdf>>. Sítio consultado em 03.11.2015.

²⁰¹ “Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes

263. Julgada a ação procedente, e, ao cabo, declarando-se o direito à percepção dos dividendos, muito provavelmente não haverá mais aluguel vigente, de modo que a execução da sentença não deverá enfrentar maiores dificuldades.

III.2 Direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação

264. A análise do direito do acionista de participar do acervo em caso de liquidação (art. 109, inc. II, da LSA) se situa no terreno de dissolução da sociedade (matéria regulada nos arts. 206 a 212 da LSA). Isto é, significa que o acionista possui o direito de “participar da partilha do patrimônio remanescente após o pagamento dos credores quando se dissolve a sociedade²⁰²”.

265. Apenas a título de definição, válida a nota da lição de Fran MARTINS²⁰³, para quem “a liquidação é a fase, no processo de extinção da pessoa jurídica, em que será realizado o ativo e satisfeito, com o produto do mesmo, o passivo da sociedade”.

normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. § 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria. § 2º. Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo. § 3º. A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I. § 4º. O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia. § 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia. § 6º. Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 06.11.2015.

²⁰² Cf. EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A...* Op. Cit., pp. 595.

²⁰³ Cf. MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial:** empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades empresárias, fundo de comércio. 34ª ed., revisada, atualizada e ampliada por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2011, pp. 317.

266. Princípios, pois, a enumerar as hipóteses em que pode surgir interesse do acionista na liquidação para aferir quais interesses possuiriam as pontas investidoras finais (tomador e doador) nessa fase da vida societária:

- i. Ação de anulação da constituição da sociedade anônima, que pode ser proposta por qualquer acionista e é causa de dissolução por decisão judicial (art. 206, inc. II, *a*, da Lei Federal nº 6.404/76);
- ii. Também por decisão judicial, ação de anulação da constituição da sociedade, quando provado que esta não preenche seu fim (tal ação deve ser proposta por acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) do capital social (art. 206, inc. II, *b* da Lei Federal nº 6.404/76);
- iii. A liquidação também pode ser processada judicialmente a pedido de qualquer acionista, se os administradores ou a maioria dos acionistas deixarem de promover a liquidação ou a ela se opuserem, nos casos do inc. I do art. 206 (art. 209, inc. I, da Lei Federal nº 6.404/76); e
- iv. Promoção de ação de prestação de contas, se dissente o acionista da prestação de contas apresentada pelo liquidante na assembleia geral destinada a essa finalidade (art. 219, §2º, da Lei Federal nº 6.404/76).

267. O que se deve perguntar aqui é: o tomador possui algum interesse no exercício de alguma dessas faculdades? E, em seguida: o exercício de alguma dessas faculdades pelo tomador obsta que o doador as possa exercer? Ou, ainda: não podendo o tomador exercê-las, pode-o o doador? E mais: alienadas as ações alugadas (que o foram, exemplificativamente, com a finalidade de realizar *short selling*) quando estava em curso ação de dissolução, e transitada esta em julgado na vigência do aluguel, como proceder? O doador recebe algo?

268. Para responder a essas questões, é preciso considerar em que consiste o direito capitulado no inc. II do art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76.

269. Com efeito, trata-se do “direito que possui o acionista de participar da partilha do patrimônio remanescente após o pagamento dos credores quando se dissolve a sociedade²⁰⁴”.

270. A condição *sine qua non* para seu exercício é que haja liquidação da sociedade. Ora, numa operação de aluguel de ações, em que o prazo de duração não costuma ser extenso, parece pouco praticável essa hipótese.

²⁰⁴ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Vol. I... Op. Cit., pp. 595.

271. Isso porque, na prática, como para que haja partilha é preciso que ocorra liquidação, e tal não se dá de maneira muito célere, dificilmente alguém que tenha dado ou tomado ações em aluguel esperará o momento da partilha do acervo.

272. Do ponto de vista do doador, é interessante reaver suas ações para que seu direito essencial não seja questionado. Mas e se o aluguel tiver sido celebrado na forma “reversível ao tomador”? Nesse caso, o doador teria que esperar o prazo ajustado ou o desejo do tomador de por fim à operação antes de tal termo, de onde derivam os questionamentos a respeito do modo de exercício de tal direito.

273. Nesse sentido, válida a distinção que JAEGER²⁰⁵ faz de interesse, escopo e motivo. Para o autor, o escopo tem por significância a satisfação de uma necessidade, típica do titular do interesse, cujo bem em relação ao qual se exerce o interesse é idôneo à realização. Por sua vez, o motivo concerne à valoração do interesse, que determina ou em muito influencia a determinação de sua volição.

274. Isto é, no âmbito da distinção feita por JAEGER, muito embora o tomador pudesse ter interesse, no sentido estrito, a se valer da possibilidade tipificada no art. 109, inc. II, da Lei Federal nº 6.404/76, não parece haver correspondência entre tal exercício e o *escopo* do aluguel de ações, não se vislumbrando *motivo* pelo qual o tomador teria *interesse* em tal exercício.

275. Quanto ao doador, que acionista é, resguardado remanesce seu direito a participar do acervo da companhia em caso de liquidação. Mesmo porque, na prática, vislumbrada futura liquidação da companhia, o mais provável é que o tomador se desfaça da posição alugada e a restitua ao doador²⁰⁶.

276. Note-se, contudo, que não há, em nenhum momento, menção a tal direito nos Procedimentos da Câmara de Ações. Como constante da análise técnica da SEP no Processo

²⁰⁵ Cf. JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milão:Dott. A. Giuffrè Editore, 1972.

²⁰⁶ E não só. A própria lógica do direito de participar do acervo da companhia conduz o exercício de tal direito ao doador. Na lição de VERÇOSA, “se o acionista no início da vida da sociedade aportou recursos para seu capital dentro de uma atividade de risco, evidentemente toca-lhe o direito inafastável de receber proporcionalmente a parte que lhe cabe na fase final da liquidação daquela”. Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial...** Op. Cit., pp. 226.

CVM RJ 2011-13464²⁰⁷ (também envolvendo a reorganização das Companhias Oi, cujos fatos foram narrados no início do presente trabalho):

Nesse sentido, o item 7 do Capítulo VI dos Procedimentos Operacionais da CBLC (fls. 20/20v) trata dos ajustes devido a eventos de custódia, os quais “devem ser reembolsados pelo Investidor tomador ao Investidor doador de Ativos”. Neste item, são descritos 4 tipos de eventos de custódia:

- a. Item 7.1 – eventos de custódia em recursos financeiros (juros, dividendos, rendimentos etc.);
- b. Item 7.2 – eventos de custódia em ativos (bonificação, grupamento, desdobramento etc.);
- c. Item 7.3 – subscrição (aumentos de capital por subscrição privada); e
- d. Item 7.4 – outros eventos.

Nos eventos de custódia em dinheiro, o tomador reembolsa o doador pelo provento recebido. Já nos eventos de custódia em ativos, a quantidade de ações do contrato de empréstimo é ajustada de acordo com o evento.

No caso de direitos de subscrição, o doador deve informar sua intenção de exercer a subscrição. Nesta hipótese, o tomador pode repassar ao doador o direito de subscrição ou, de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo doador, comprar as ações no mercado e entregá-las ao doador (a diferença entre o preço de mercado da ação e o preço de emissão da subscrição é arcada pelo tomador).

O item 7.4 dos Procedimentos Operacionais da CBLC traz provisões sobre direitos de prioridade em oferta pública (procedimento semelhante ao descrito acima para a subscrição) e, adicionalmente, dispõe que “o tratamento a ser conferido a qualquer outro Evento de Custódia não previsto neste Capítulo será definido pela CBLC, com base no procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo”.

Sobre este último dispositivo, a meu ver, outros eventos ou direitos relacionados às ações emprestadas, que não estejam discriminados nos contratos ou regulamentos que regem o empréstimo de ações, devem ser tratados levando em consideração sua natureza jurídica, e não exclusivamente o procedimento definido pela companhia emissora. A companhia (e a CBLC) não pode se furtar de cumprir a lei ou prejudicar eventual direito de seus acionistas, criando procedimentos irregulares para o empréstimo de ações, sob a escusa de preencher lacunas regulamentares. Por outro lado, as partes de um contrato de empréstimo de ações (que não envolve diretamente a companhia) não podem estabelecer cláusulas que tragam ônus ou obrigações para a companhia emissora, sem que essas obrigações já estejam previstas na legislação ou em seu estatuto social.

277. O entendimento da SEP em um dos processos decorrentes da reorganização das Companhias Oi confirma a lógica aqui estabelecida: sendo a liquidação evento que envolve

²⁰⁷ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-2.pdf>>. Sítio consultado em 26.04.2016.

“conversão voluntária dos ativos” (expressão utilizada pela Câmara de Ações) deve o doador comunicar seu agente de custódia, a fim de reaver sua posição e participar do acervo.

278. O tomador, por sua vez, fica obrigado a fazê-lo, e se não o fizer, ficará a entidade prestadora do serviço de aluguel de ações autorizada a levantar as garantias prestadas e restituir ao doador seu *status quo ante*, nos termos do art. 4º, §1º, inc. VI, da Instrução CVM nº 441/2006.

279. E isso ocorrerá mesmo que as ações tenham sido vendidas. Isso porque, mesmo que vendidas, remanesce a obrigação do tomador em relação ao doador.

280. Recomenda-se, para que não haja controvérsia nessa hipótese, que se proceda a alugueis reversíveis ao doador²⁰⁸ ou a contratos de empréstimo diferenciados²⁰⁹. Dessa forma, os custos de transação envolvidos na operação serão menores, eis que a solução de potencial “controvérsia” se dará de modo praticamente automático, quer porque o doador poderá solicitar a retomada de sua posição, quer porque o contrato disporá sobre a tratativa a ser dada nessa hipótese de liquidação da companhia.

²⁰⁸ “Nestes casos o tomador terá um prazo de três dias úteis após a data da solicitação (D+4) feita pelo doador para realizar a devolução dos ativos objeto do contrato de empréstimo”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>>. Sítio consultado em 06.10.2015. Conferir, ainda, o teor dos Procedimentos Operacionais da CBLIC: “Para as Operações com a característica de devolução antecipada por vontade do Investidor doador de Ativos, o Investidor tomador de Ativos tem até D+4 da solicitação feita pelo Investidor doador para realizar a devolução dos Ativos. Na hipótese do Investidor tomador de Ativos não devolver os Ativos na data prevista, a Câmara pode determinar a recompra dos Ativos para quitação junto ao Investidor doador de Ativos, podendo ainda executar, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial, as Garantias prestadas [art. 4º, §1º, I e III da Instrução CVM nº 441/2006 e art. 4º da Lei nº 10.214/2001], quando necessário”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 06.10.2015.

²⁰⁹ Nessa modalidade, “o Investidor tomador e o doador de Ativos encaminham à Câmara contrato de empréstimo diferenciado devidamente formalizado, contendo as especificações mínimas para que a Operação de empréstimo seja realizada. O contrato pode conter quaisquer condições adicionais que tenham sido acordadas entre as partes desde que estas tenham sido previamente submetidas e aprovadas pela Câmara. O contrato de empréstimo diferenciado deve indicar um Participante de Negociação responsável pelo registro da Operação junto ao sistema BTC e um Agente de Compensação que responde solidariamente ao Investidor tomador pelo depósito de Garantias e Liquidação da Operação de empréstimo”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 06.10.2015. Chama-se a atenção para a responsabilidade solidária do agente de compensação (assim entendido como a “instituição responsável, como Contraparte perante seus clientes e a Câmara, pela liquidação e pela prestação de Garantias referentes às Operações próprias e/ou de seus clientes, podendo atuar como Agente de Compensação Pleno, Agente de Compensação Próprio e Agente de Compensação Específico”), uma vez que, nos termos do art. 265 do Código Civil, a solidariedade resulta da lei ou da vontade das partes, e não de um conjunto de Procedimentos Operacionais. A nosso ver, não se pode dar ao art. 265 do Código Civil extensão nele não contida.

III.3 Direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais

281. O direito à fiscalização da gestão dos negócios sociais se dá por meio de elementos objetivos, fixados na Lei Federal nº 6.404/76, a saber:

- (i) participação na assembleia geral (art. 121 da Lei Federal nº 6.404/76), quer o titular da ação tenha ou não direito a voto, uma vez que não se pode obstar o direito à informação;
- (ii) recebimento de balanço e relatórios (arts. 133 e 135, §3º, da Lei Federal nº 6.404/76);
- (iii) funcionamento do conselho fiscal na forma constante do art. 161 da Lei Federal nº 6.404/76;
- (iv) acesso aos livros societários (arts. 100, §1º e 105 da Lei Federal nº 6.404/76);
- (v) dados fornecidos por auditoria independente (art. 177, §3º, da Lei Federal nº 6.404/76); e
- (vi) acesso às informações concernentes a fatos relevantes e operações encetadas pelos administradores (arts. 118, §5º, 157, §§ 1º e 4º, 202, §4º, 224 e 225 da Lei Federal nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 358/2002²¹⁰).

282. A primeira questão que se coloca, partindo-se do entendimento de Modesto CARVALHOSA²¹¹ quanto ao art. 109, inc. III, da Lei Federal nº 6.404/76, é: o tomador tem interesse no exercício de tais faculdades? Segundo referido jurista,

O caráter eminentemente capitalista da companhia pressupõe, na maioria dos casos, que o exercício desses direitos deve originar-se de um efetivo interesse patrimonial, na melhor condução dos negócios sociais, no interesse do próprio acionista e no comum a todos.

283. É verdade que no aluguel de ações o tomador, como regra, está interessado apenas na maximização de sua riqueza. Contudo, sendo silente o direito positivo quanto à garantia de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, deve-se perscrutar o interesse do tomador em seu exercício.

284. Quanto à existência de interesse, a resposta parece positiva. O próprio CARVALHOSA²¹², após ressaltar o caráter capitalista da companhia, reconhece que:

²¹⁰ Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>. Sítio consultado em 05.10.2015.

²¹¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 2º vol. Arts. 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 398.

²¹² *Idem*, pp. 399.

Os direitos de informação, de fiscalização e de inspeção, e correspondentes direitos de ação, exercidos pelos acionistas individualmente ou na qualidade de minoritários, fundam-se no princípio da verificação da legalidade e da legitimidade (abuso e desvio de poder) dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores.

285. Outra questão que se coloca é: embora pareça claro que a companhia não pode obstar o tomador de exercer o direito de informação, pode ela obstar o doador por ter alugado suas ações?

286. Vejamos. Se, por um lado, o direito de informação, contido no art. 109, inc. III, da Lei Federal nº 6.404/76 está intimamente ligado ao *duty of full disclosure*, de modo que também sobre o aluguel de ações deve haver atuação dos administradores, havendo, inclusive, alerta doutrinário a fim de se coibir²¹³ o uso de tal operação para, v.g., que se eleja alguém a um cargo administrativo na companhia, por outro lado, peculiar seria um pedido de acesso aos livros societários em hipótese em que, alugadas as ações, tenham elas sido vendidas (caso de realização da operação para *short selling*, principal finalidade pela qual se tomam ações em aluguel, repise-se).

287. E peculiar seria não só porque as ações, no momento hipotético, seriam de propriedade de um terceiro, alheio à operação de aluguel, mas também porque não há norma alguma que obrigue o tomador a avisar ao doador que vendeu as ações alugadas.

288. Contudo, nos termos do art. 9º, I, da Instrução CVM nº 441/2006, pode o doador requerer, por meio de seu agente de custódia, que a entidade prestadora do serviço de aluguel de ações informe quem foi o tomador. De posse dessa informação, se a operação for reversível ao doador²¹⁴, e ele obtiver a informação (por parte do tomador) que as ações foram vendidas, pode ele requerer a liquidação da operação, sob pena de levantamento da caução

²¹³ Nesse sentido, veemente crítica faz Marcelo Fortes BARBOSA FILHO, defendendo que se evite que (...) sejam ultimadas operações ocultas, **como o ‘aluguel’ de ações**, ou seja, a transferência da titularidade de participações societárias com o escopo único de possibilitar o exercício de direito de voto por um terceiro, facilitando sua eleição para um cargo administrativo, com a sua posterior devolução, tornando invisível o exercício de poderes de comando na companhia. Cf. BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade anônima atual**: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n. 10.303/01 ao texto da Lei n. 6.404/76. São Paulo: Atlas, 2004, pp. 206. Grifos nossos.

²¹⁴ Assim diz o item 6 do Capítulo VI dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações: “Para as Operações com a característica de devolução antecipada por vontade do Investidor doador de Ativos, o Investidor tomador de Ativos tem até D+4 da solicitação feita pelo Investidor doador para realizar a devolução dos Ativos”. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/>. Sítio consultado em 26.04.2016.

(art. 4º, §1º, III, da Instrução CVM nº 441/2006 c.c art. 4º da Lei Federal nº 10.214/2001). Se a operação for reversível apenas ao tomador, não poderá o doador antecipar sua liquidação e terá de esperar o prazo fixo do contrato.

289. A questão que se põe é: e se as ações não tiverem sido alienadas? Pode o doador exercer o direito de fiscalização dos negócios sociais? Pode, v.g., o doador requerer o recebimento do balanço? A Instrução CVM nº 441/2006 e os Procedimentos da Câmara de Ações não dão a resposta.

290. A nosso ver, *de lege ferenda*²¹⁵, o *duty of full disclosure* encerra, para o aluguel de ações, um compartilhamento da prerrogativa capitulada no art. 109, inc. III, da Lei Federal nº 6.404/76, vez que a publicidade dos fatos relevantes é o mecanismo que possibilita aos acionistas da companhia, *status* a que “retornará” o doador, a avaliação das mais variadas oportunidades de investimentos relacionadas aos valores mobiliários de emissão de determinada sociedade.

291. Note-se: nessa hipótese, o tomador não seria prejudicado pelo exercício do direito por parte do doador e este, por sua vez, poderia se informar a respeito da condução dos negócios sociais, a possibilitar, inclusive, se a operação for a ele reversível, uma liquidação da operação diante de determinada informação.

III.4 Direito de preferência na subscrição de novas ações

292. Quanto a esse direito essencial, EIZIRIK²¹⁶ é assertivo ao observar que:

O objetivo da Lei das S.A., ao inserir o direito de preferência como direito essencial do acionista, é o de permitir-lhe a manutenção de sua posição

²¹⁵ Diz-se de *lege ferenda* em relação a nosso ordenamento, porque a recomendação do Securities Lending Code of Best Practice é pela máxima transparência, princípio enumerado em primeiro lugar: “First, transparency: the lending process, frequently handled today as a purely mechanical adjustment to custodial arrangements, should become subject to the same visibility and safeguards as any other transaction conducted on an owner’s or beneficiary’s behalf in a securities account”. Ora, se a informação deve ser tão clara quanto qualquer outra realizada no âmbito do mercado de capitais, parece-nos conveniente, inclusive à luz da interpretação da lei brasileira, já mencionada, que seja dado ao doador o direito à informação. Disponível em: <https://circabc.europa.eu/webdav/CircaBC/FISMA/markt_consultations/Library/financial_services/harmonisation_securities_1/registered_organisation/icgn_en.pdf>. Sítio consultado em 27.04.2016.

²¹⁶ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume I – artigos 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 604.

acionária por ocasião do aumento de capital; a conservação de tal posição repercute não só nos seus direitos patrimoniais como também nos políticos, uma vez que a Lei das S.A. exige percentuais mínimos para o exercício de determinados direitos de participação em colégios eleitorais, bem como nos direitos pessoais, para a propositura de medidas judiciais.

293. Sua tratativa é clara no que concerne ao aluguel de ações, tendo os “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações” lhes conferido direcionamento explícito, cuja redação diz:

O Investidor doador de Ativos deve comunicar à Câmara por meio de seu Agente de Custódia²¹⁷, dentro do prazo estabelecido, a intenção de exercer a subscrição de sua posição.

Nessa hipótese, o Investidor tomador de Ativos terá as seguintes opções:

- a) repassar o direito de subscrição, quando for o caso, até D-3 da data limite de negociação dos direitos, ou
- b) de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo Investidor doador, comprar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes, a fim de entregá-los ao Investidor doador de Ativos.

Os recursos referentes à subscrição serão debitados do Investidor doador de Ativos, por meio de seu representante, e repassados ao Investidor tomador de Ativos, por meio de seu representante, na mesma data da efetivação da subscrição no Serviço de Depositária da Câmara. O Investidor tomador de Ativos deverá, até o quarto dia útil seguinte à data da efetivação da subscrição, entregar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes ao Investidor doador de Ativos. No caso de sobras de subscrição, aplica-se o mesmo procedimento de manifestação do Investidor doador de Ativos e disponibilização dos recursos, observando, ainda, o procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo²¹⁸.

294. A clareza de tal tratativa é profícua.

295. Primeiramente, demonstra que no aluguel de ações não se transfere *todo e qualquer* direito decorrente da posição acionária ao tomador.

296. Em segundo lugar, no que concerne à subscrição, nota-se que exercido o direito de subscrição, o tomador atua praticamente como se estivesse constituído por procuração do doador, de modo que aquele fica atrelado à decisão por este tomada.

²¹⁷ Nos termos definidos pelos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, o agente de custódia é definido como a “instituição responsável, perante seus clientes e a Câmara, pela administração de Contas de Custódia própria e de seus clientes junto ao Serviço de Depositária, podendo atuar como Agente de Custódia Pleno, Agente de Custódia Próprio e Agente Especial de Custódia”. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/>. Sítio consultado em 05.10.2015.

²¹⁸ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 05.10.2015.

297. A posição adotada pela Câmara de Ações não nos parece, contudo, correta. É inequívoco que ela foi imbuída do poder de regulamentar a prerrogativa em questão (art. 4º, §1º, II da Instrução CVM nº 441/2006), mas isso não implica que o tenha feito do modo mais preciso.

298. Primeiramente, o direito de preferência na subscrição de novas ações é, como visto, enquadrado na categoria de “eventos de custódia”, a respeito dos quais o item 7 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações afirma que:

Os Eventos de Custódia relativos aos Ativos objeto das Operações de empréstimo no BTC devem ser reembolsados pelo Investidor tomador ao Investidor doador de Ativos.

As posições sujeitas ao reembolso são aquelas que se encontram registradas ao final do terceiro dia útil (D+3) da última data de negociação “com direito”, sendo que essa regra só se aplica quando o Ativo objeto da Operação de empréstimo for ação.

299. Ora, com o devido respeito, não há como se falar em “reembolso” de direito de preferência, de onde principia a imprecisão terminológica da regra. Reembolso²¹⁹ se faz de algo expresso em moeda e não de benefício no exercício de possível pretensão.

300. Além da falta de precisão terminológica, deve se observar que os Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações, a quem a CVM determinou a regulamentação complementar, não tratam, em seus eventos de custódia, inclusive no que concerne ao direito de preferência na subscrição de novas ações, da hipótese de *short selling*, finalidade que com maior recorrência dá ensejo ao aluguel de ações.

301. Justamente daí deriva o problema 1, constante da § 34 do presente trabalho, que será resolvido em nosso capítulo subsequente.

²¹⁹ Segundo SILVA: “Formado de *re* e *embolso*, de embolsar (meter na bolsa, guardar), exprime o recebimento em restituição de quantias ou dinheiro, que se tenham despendido ou emprestado. Reembolso, assim, opõe-se ao sentido de desembolso, representativo do gasto, dispêndio ou adiantamento feito por conta ou em proveito de outrem. E, direito de reembolso, na linguagem jurídica, é aquele que se assegura a toda pessoa que tenha despendido ou pago quantias, por conta de outrem, ou que lhe tenha emprestado, para que possa exigir a restituição das mesmas quantias ou importâncias. Em regra, o direito de reembolso compete ao mandatário, que efetue pagamento de despesas por conta do mandante, ao gestor, que pagou despesas necessárias, e ao credor, que forneceu dinheiro ao devedor, ou pagou dívidas dele”. Cf. SILVA, De Plácido e. **Vocabulário Jurídico**. 31ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 1.785.

302. Imaginemos, por enquanto, que não houve realização de *short selling* e as ações tomadas em aluguel continuam com o tomador. Nessa hipótese é que diz o item 7.3 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações que o tomador tem as opções de: (i) repassar o direito de subscrição, quando for o caso, até D-3 da data limite de negociação dos direitos, ou (ii) de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo Investidor doador, comprar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes, a fim de entregá-los ao Investidor doador de Ativos.

303. Em nenhuma dessas hipóteses haveria “reembolso”. Haveria, sim, uma atuação do tomador como se mandatário do doador fosse; o que, para os defensores da tese de que o aluguel de ações possui natureza jurídica de mútuo, seria uma inconsistência²²⁰.

304. Em nosso entendimento, como o aluguel de ações não se equipara com inteira precisão ao mútuo ou a qualquer contrato típico do Código Civil, e, portanto, é *sui generis*, era, sim, dado à Câmara de Ações, por força do disposto no art. 4º, §1º, II, da Instrução CVM nº 441/2006 regular a matéria em comento.

305. Essa foi a solução encontrada pelo regulador, em verdade, para que o investidor doador não se sentisse prejudicado diante de uma possível argumentação de perda da chance de aumentar sua posição acionária.

306. Contudo, muito embora não se esteja aqui a desafiar o teor da norma, eis que editada por quem competente para fazê-lo, mais razoável parece a sugestão dada pelo *Securities Lending Code of Best Practice*, no sentido de que se o doador deseja proteger seus interesses como acionista, deve fazer um recall de suas ações²²¹.

²²⁰ Como, aliás, caso se defenda que de mútuo se trata, incoerente seria atribuir qualquer direito inerente ao valor mobiliário ao doador.

²²¹ É a literal dicção do item 1 do *Securities Lending Code of Best Practice*: “All share lending activity should be based upon the realisation that lending inherently entails transfer of title from the lender to the borrower for the duration of the loan. Most economic rights of the lender can be preserved through contractual agreements with the borrower. Those involving the issuer, however, such as the right to vote, or one’s continuity on the share register, cannot be preserved in this way. If an investor wishes to vote its lent shares or protect its legal interests as a registered shareholder, it must recall the shares”. Disponível em: <https://circabc.europa.eu/webdav/CircaBC/FISMA/markt_consultations/Library/financial_services/harmonisation_on_securities_1/registered_organisation/icgn_en.pdf>. Sítio consultado em 27.04.2016.

307. Acatar a sugestão do *Securities Lending Code of Best Practice*, portanto, implicaria, revisão da disposição dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações e conferiria ao aluguel de ações a ideia que lhe é inerente: o retorno do doador, após o prazo, ao seu *status quo ante*, e nada mais.

III.5 Direito de retirada

308. Trata-se do direito essencial do acionista que levou à discussão do caso das Companhias Oi, de onde deriva a dupla importância de sua tratativa.

309. Se a sociedade deve ser regida por um fim comum e o voto, inclusive, deve ser emitido no interesse da companhia, nada mais justo que, em havendo dissenso, seja permitido àquele que assim o faz retirar-se da sociedade.

310. O direito de recesso é oriundo do Código de Comércio Italiano de 1882, que permitiu a modificação do estatuto (desde que fosse votado por uma maioria de acionistas), algo que, até então, era tido como intangível.

311. Nos Estados Unidos da América, o direito ao recesso (*appraisal right, right to dissent* ou *withdrawal right*) também remonta ao final do século XIX, tendo, contudo, minguado no século XX e ressurgido, em termos de importância, no século XXI, com a revisão do *Model Business Corporation Act* (MBCA) (seção 13.02²²²) e o *Delaware Corporation Law* (seção 262²²³).

312. Em movimento similar, a Lei Delegada nº 366, de 03 de outubro de 2001 (*Legge 3 ottobre 2001, n° 366*²²⁴) introduziu, no art. 2.437 do Código Civil italiano, novas hipóteses,

²²² A seção 13.02 do MBCA aduz que ao acionista é dado o direito de recesso, e obtenção de um valor justo (*fair value*) correlato à sua participação na sociedade em diversas hipóteses, exemplificativamente: (i) fusão (*consummation of a merger*); (ii) permuta de ações (*consummation of a share exchange*); (iii) venda, empréstimo ou troca de ativos em montante substancial (acima de 25% do total de ativos, nos termos da seção 12.02, (a) e (b)); (iv) alteração no estatuto que reduza o número de ações de determinada classe possuídas por um acionista, se a companhia tem, por tal alteração, o direito ou obrigação de recomprar as frações de ações remanescentes, criadas em decorrência dessa alteração; (v) qualquer outra alteração substancial que prejudique os direitos dos acionistas, modificando as condições para o resgate das ações, v.g., limitando o direito de voto. Disponível em: <<http://www.unc.edu/~jfcocyle/MBCA/chapter13.htm>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²²³ Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²²⁴ Disponível em: <<http://www.camera.it/parlam/leggi/01366l.htm>>. Sítio consultado em 11.10.2015. A mesma lei delegada entendeu que a sociedade por ações deve buscar permitir a promoção de ações de responsabilidade por parte de uma minoria de sócios, representativa de uma quota razoável do capital social idônea para o fim de

inderrogáveis, de recesso. A lógica adotada por referida lei é similar àquela que ensejou a revisão do MBCA. Isto é, havendo modificação no cenário da companhia que possa afetar substancialmente o motivo pelo qual o acionista aderiu ao fim social, a ele é dado o direito de dissentar²²⁵.

313. No Brasil, por sua vez, o direito de retirada constou, pela primeira vez, do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932²²⁶, prevendo-se a possibilidade de seu exercício pelos acionistas quando deliberados pela assembleia geral da companhia, de que eram, até então, partícipes, temas como a alteração das preferências e vantagens das quais eram titulares ou, ainda, a criação de ações com outras preferências.

314. A Lei Federal nº 6.404/76, em movimento contrário ao que outros países (como a Itália) vinham fazendo à época, ampliou as hipóteses de recesso, listando dez situações para seu exercício. Contudo, no final da década de 1980, sobreveio a “Lei Lobão” (Lei Federal nº 7.958), suprimindo o direito de retirada em situações de cisão, fusão e participação em grupo de sociedades²²⁷.

evitar insurgências decorrentes de um excessivo grau de conflito entre os sócios. É o que diz o texto original: “1. *La disciplina della società per azioni è modellata sui principi della rilevanza centrale dell’azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio. Essa, garantendo comunque un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi, prevederà un modello di base unitario e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio. 2. Per i fini di cui al comma 1 si prevederà: a) un ampliamento dell’autonomia statutaria, individuando peraltro limiti e condizioni in presenza dei quali sono applicabili a società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio norme inderogabili dirette almeno a: (...)*2) **consentire l’azione sociale di responsabilità da parte di una minoranza dei soci, rappresentativa di una quota congrua del capitale sociale idonea al fine di evitare l’insorgenza di una eccessiva conflittualità tra i soci**”. Grifos nossos.

²²⁵ Assim dispôs o art. 4º, 9, f, da Lei Delegada nº 366/2001: “*Riguardo alla disciplina delle modificazioni statutarie, la riforma è diretta a: f) rivedere la disciplina del recesso, prevedendo che lo statuto possa introdurre ulteriori fattispecie di recesso a tutela del socio dissenziente, anche per il caso di proroga della durata della società; individuare in proposito criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati alla tutela del recedente, salvaguardando in ogni caso l’integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali*”. Disponível em: <<http://www.camera.it/parlam/leggi/01366l.htm>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²²⁶ Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²²⁷ A justificativa do Projeto de Lei nº 182, de 28.06.1989 era alarmante: “Duas hipóteses, dentre as enumeradas pelo art. 136 da Lei 6.404/76 mostraram-se na prática destes últimos dez anos, contrárias ao livre desenvolvimento das empresas constituídas pela modalidade de ações. Trata-se da incorporação, fusão ou cisão e participação em grupos de sociedade. Tais providências sempre resultam em crescimento dos negócios sociais, não justificando, sobretudo na incorporação ou fusão, a retirada do dissidente, através do processo desgastante de apuração do patrimônio líquido, muitas vezes usado abusivamente para, através da criação de embaraços, obterem-se vantagens indevidas”. Note-se que a premissa do projeto de lei é equivocada, uma vez que o recesso não tem como mote o crescimento ou não dos negócios sociais, mas sim o desejo ou não do acionista de aderir àquela alteração substancial pela qual passará a companhia na qual decidiu investir. Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume II. Artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 203-205.

315. O recesso teve ainda uma segunda modificação por meio da Lei Federal nº 9.457, de 1997, cuja promulgação teve por objetivo “flexibilizar” o processo de privatização, no qual se inseriram muitas companhias brasileiras. Na sequência, sobreveio a Lei nº 10.303, de 31.10.2001²²⁸, que, entre outras inovações, “introduziu novos parâmetros para a aferição dos critérios de liquidez e dispersão das ações, reduzindo as hipóteses em que pode ser negado o recesso aos acionistas dissidentes²²⁹”.

316. Encerrado esse ciclo histórico-legislativo de manipulação do recesso, cumpre-nos traduzir seu significado atual e sua aplicação no aluguel de ações. O recesso tem por fundamento constitucional o art. 5º, inc. XX, da Constituição Federal de 1988, segundo o qual ninguém será compelido a associar-se ou a permanecer associado.

317. Com efeito, alterada a configuração societária, deflagrando uma distorção nas “bases essenciais²³⁰” da companhia de modo tal que com ela não mais se identifique o acionista, de rigor que se permita sua retirada. A dissidência abrange o acionista que votou contra a deliberação, o que dela esteve ausente e o que, nela presente, absteve-se, assim como o acionista que não possui direito a voto^{231,232}.

318. No que diz respeito ao aluguel de ações, o recesso é particularmente interessante. Isso porque, como sói acontecer com outras matérias, não existe regulamentação legal para seu exercício, quer na Instrução CVM nº 441/2006, quer na Resolução nº 3.539, de 28 de fevereiro de 2008, quer nos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações²³³”.

319. Além disso, foi ele objeto do *leading case* que inspirou o presente trabalho, ao qual nos remeteremos a fim de avaliar se fora correto ou não o entendimento ali adotado.

²²⁸ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²²⁹ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume II... Op. Cit., pp. 205.

²³⁰ Cf. PEDREIRA, Luís Eduardo Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**... Op. Cit., pp. 326.

²³¹ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume II... Op. Cit., pp. 206.

²³² De rigor se ressaltar que as hipóteses elencadas pelo art. 136 da Lei Federal nº 6.404/76 não são exaustivas, podendo o estatuto enumerar outras hipóteses de recesso.

²³³ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

320. Cumpre-nos, para melhor trazer a questão, recapitular alguns fatos, valendo-nos, para tanto, da manifestação da área técnica da CVM no Processo CVM RJ nº 2011-13464²³⁴.

321. Em 24.05.2011, a Telemar Norte Leste S.A. divulgou ao mercado Fato Relevante, no qual foi dito que: “nos termos do art. 137, §1º, da Lei das S.A., os acionistas dissidentes terão direito de retirada, o qual será exercível em relação às ações [preferenciais e ordinárias classe A e B da Telemar Norte Leste S.A., ordinárias e preferenciais da Coari e ordinárias da Tele Norte Leste Participações S.A.] de que sejam titulares ininterruptamente desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada. As ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à reorganização societária”.

322. Num primeiro momento, poder-se-ia ter a impressão de que, *se* para as ações *adquiridas* a partir de 24 de maio de 2011 não haveria recesso, a titularidade ininterrupta abrangeria eventuais ações mutuadas. Com efeito, quem aluga ações, em tese, não as “adquire” de volta, vez que nada paga pela devolução a que é obrigado o tomador.

323. O deslinde do *case*, contudo, foi mais complexo, dando-se maior atenção à questão da titularidade ininterrupta.

324. Tanto assim o é, que a BM&FBOVESPA oficiou a Telemar em 11 de novembro de 2011 requerendo esclarecimentos sobre “as condições relativas ao exercício do direito de retirada no caso de acionistas que realizaram ou pretendem realizar operações de empréstimos de ações por meio do serviço de empréstimos de ativos – BTC – administrado pela BM&FBOVESPA”.

325. A resposta dada pela Telemar em Comunicado²³⁵ ao Mercado, de 14 de novembro de 2011, foi no sentido de que:

- a. (...) caso a titularidade das ações detidas em 23 de maio de 2011 tenha sido transferida, inclusive em virtude de contrato de mútuo de ações (“aluguel de ações”), o acionista não poderá exercer o direito ao reembolso com relação às ações mutuadas, uma vez que, na forma da lei, o mútuo

²³⁴ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-2.pdf>>. Sítio consultado em 27.04.2016.

²³⁵ Esse Comunicado ocasionou reclamações à CVM, dando origem, v.g., aos Processos CVM RJ nº 2011-13464, CVM RJ nº 2011-1312 e CVM RJ nº 2012-0249.

acarreta a efetiva transferência da titularidade das ações do mutuante ao mutuário²³⁶; e

b. do mesmo modo, os acionistas que no encerramento do pregão de 23 de maio de 2011 fossem titulares de ações por força de contratos de mútuo vigentes naquela data, e mantenham a titularidade destas ações até o momento do exercício do direito de recesso, poderão exercê-lo, na forma da lei.

326. Em outras palavras, quem deu ações em aluguel antes de 23 de maio de 2011 e quem, no encerramento do pregão de referida data, era “titular” de ações na qualidade de tomador, não poderia exercer o aluguel.

327. Conforme constante da cláusula 10.1.2 do “Protocolo e Justificação de Incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A.” (que passou a se denominar Oi S.A.):

O acionista deverá manifestar expressamente sua intenção de exercer o direito de retirada no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de publicação da ata da assembleia geral de acionistas que aprovar a Incorporação²³⁷.

328. Referido prazo quis fazer coincidir o direito ao reembolso (art. 137, inc. IV, da Lei Federal nº 6.404/76, que decadencial é) com a proclamação da dissidência (art. 137, inc. V, da mesma Lei).

329. Contudo, tendo o esclarecimento sido prestado por meio de Comunicado ao Mercado, datado de 14 de novembro de 2011, era de se esperar que ocorressem insatisfações, vez que tal Comunicado se reportava ao Fato Relevante de maio do mesmo ano.

330. Isto é, aqueles que haviam operado aluguel de ações apenas tiveram ciência da tratativa que lhes seria conferida seis meses após o Fato Relevante que divulgou os termos da reorganização societária pela qual passariam as companhias supracitadas. Ignorado tal fato, cuja relevância concerne a juízos de equidade e não à interpretação do direito positivo, cumpre-nos tecer algumas considerações sobre o direito de recesso.

²³⁶ O item “a” contudo, deixou de esclarecer se o tomador das ações poderia exercer o recesso, restringindo tal exercício apenas em relação ao doador das ações. Da mesma forma, antes de 23 de maio de 2011, não se poderia presumir o conhecimento dos acionistas da operação, razão pela qual, desde já, parece-nos criticável a “*date line*” adotada pela Telemar.

²³⁷ Por meio de tal documento ficou nítida a tratativa dada ao art. 137 da Lei de S.A. no caso. Disponível em: <<http://v4-oi.infoinvest.com.br/ptb/8191/PROTOCOLO%20INCORPORACAO%20TNL%20BRT.pdf>>. Sítio consultado em 12.10.2015.

331. A primeira consideração a se fazer é que o direito de recesso não é automático. Conquanto declaração unilateral de vontade, de natureza receptícia, sua eficácia está subordinada às condições e eventos previstos pela lei. Tais etapas são bem explicadas pelo professor Luís Gastão Paes de Barros LEÃES²³⁸:

O prazo para a formulação do pedido de retirada se não feita na própria assembleia, é, regra geral, de 30 (trinta) dias, contados a partir da data de publicação da data da assembleia geral que legitima o recesso (art. 137, IV). Decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo indicado (art. 137, §4º). Escoados os 30 (trinta) dias para os acionistas exercerem o direito de recesso e reclamar o reembolso de suas ações, abre-se para a companhia, em sequência, o prazo de 10 (dez) dias para a sociedade, à vista da extensão das dissidências, ratificar ou reconsiderar a deliberação tomada na assembleia geradora do recesso, anteriormente, realizada. Transcorrido o prazo em tela sem que a companhia tome qualquer dessas providências, torna-se exigível o pagamento do reembolso (art. 137, IV). Convocada, porém, no decurso do prazo, assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação que ensejou o direito de recesso, tomada em conclave anterior, o pagamento do reembolso só se tornará postulável se a deliberação assemblear, que legitimara o pedido de recesso, não for reconsiderada. Reconsiderada a deliberação que deu ensejo ao recesso, o direito de retirada é extinto. Se não houver reconsideração, o procedimento de retirada culmina com o reembolso. É com a quitação de seus haveres sociais – que se dá com o efetivo recebimento do valor de suas ações. É nesse momento que o recesso finalmente ganha eficácia.

332. Voltemos ao caso das “Companhias Oi”. Como dito, o Fato Relevante divulgado ao mercado deixou de esclarecer se o tomador que, eventualmente, tivesse alugado ações antes de 23 de maio de 2011, seria considerado “titular ininterrupto”.

333. O parecer do professor LEÃES, ao qual nos reportamos, parece fazer crer que sim e, que, portanto, o direito de retirada seria exercitável pelo tomador. Basta, para que se chegue a tal conclusão, interpretar *a contrario sensu* excerto do parecer:

Nessas condições, podemos responder ao primeiro quesito da consulta, dizendo que ‘o acionista que transfere ações, no período entre a data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia ou da data de comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, até a data do exercício do direito de recesso, perdendo a titularidade’ das mesmas, não mantém tal prerrogativa. Nem seria essa faculdade transferível aos novos titulares. (...) Podemos concluir em resposta ao segundo quesito da consulta, que o acionista que mutua ações, tomando-as ou dando-as em mútuo, *depois* da divulgação da operação, não detém o direito de exercer o recesso em relação às ações mutuadas, pois lhes falece legitimação para tanto. Nos contratos de empréstimos de ações em aberto no dia 23.05.2011, data do fato

²³⁸ Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O recesso... Op. Cit., pp. 234.

relevante que anunciou a operação de reorganização societária, seriam os tomadores, mutuários das ações, e não os mutuanes, doadores das mesmas, os possuidores do direito de retirada. E desde que detenham a sua posição de titulares das ações até a deliberação assemblear²³⁹.

334. Isto é: se, ao contrário do que supôs LEÃES, houvesse aluguel de ações levado a efeito *antes* de 23 de maio de 2011, o tomador teria a dita “titularidade ininterrupta”.

335. De outro lado, deve-se considerar que a conclusão do professor tem por base o fato de que, a seu ver, no plano da validade, o aluguel de ações teria natureza jurídica de mútuo. Como aqui já demonstrado, assim não nos parece, pelo que insistimos em seu caráter atípico, *sui generis*, mormente ante o complexo de direitos e obrigações que irradiam da posição acionária.

336. Melhor teria sido se a Câmara de Ações, em seus “Procedimentos Operacionais” (especificamente no item 7.4, *infra*), tivesse adotado para o recesso a mesma tratativa que deu ao direito de prioridade em oferta pública, garantindo que o doador, por meio de seu agente de custódia, comunicasse ao tomador sua vontade de ver exercitada referida faculdade, o que seria análogo ao *recall* sugerido pelo *Securities Lending Code of Best Practice*²⁴⁰.

337. Assim como o *tag along* é um direito potestativo, o recesso também o é, vez que se trata de uma escolha do acionista. Tanto o é que a companhia, como dito, pode reconsiderar a deliberação que a ele deu azo (art. 137, §3º, da Lei Federal nº 6.404/76).

338. Ainda que o citado dispositivo da LSA vincule a reconsideração a um entendimento da companhia de que “o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa”, isso não elimina o caráter potestativo do recesso.

339. Inclusive o mesmo item 7.4 dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações” acresce que “o tratamento a ser conferido a qualquer outro Evento de Custódia não previsto

²³⁹ *Idem*, pp. 237-239.

²⁴⁰ Trata-se do item “1” de seu texto, já mencionado na nota de rodapé nº 220, *supra*. Disponível em: <https://circabc.europa.eu/webdav/CircaBC/FISMA/markt_consultations/Library/financial_services/harmonisation_securities_1/registered_organisation/icgn_en.pdf>. Sítio consultado em 27.04.2016.

neste Capítulo será definido pela Câmara, com base no procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo²⁴¹”.

340. De *lege ferenda*, portanto, parece-nos que a alternativa mais racional seria que o recesso tivesse tratamento análogo àquele conferido ao exercício do direito capitulado no art. 254-A da Lei Federal nº 6.404/76. Tal tratativa respeitaria seu caráter potestativo e, no *leading case* aqui adotado como referência, ter-se-ia ocasionado, possivelmente, um número menor de insurgências.

341. Outro mérito de se adotar referida solução seria de manter coerência na sistemática do aluguel de ações. Ora, se supuséssemos que o tomador exercesse o recesso de modo livre e espontâneo, findo o período do aluguel, o que ele restituiria ao doador? Ações, sim, mas que poderiam ser de uma companhia completamente diferente, conforme a operação societária que tenha dado ensejo ao recesso, reiterando-se que melhor seria, inclusive no caso das “Companhias Oi”, que tivesse sido dado ao doador, por meio de seu agente de custódia, comunicar ao tomador sua vontade de ver exercitada referida faculdade.

342. É certo que hipóteses de recesso como a contida no *leading case* adotado são incomuns. Contudo, isso não significa que tal direito, indisponível que é, deva ter sua tratativa lacônica no aluguel de ações, operação que tem movimentado vultosas quantias no mercado de capitais brasileiro²⁴².

343. O *leading case* sugere ainda uma reflexão, trazida a lume por meio da manifestação da área técnica²⁴³:

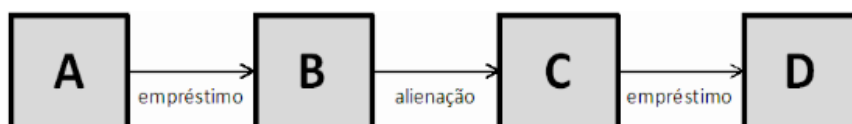
Assim, perante a TMAR, são os tomadores os detentores das ações e, conseqüentemente, estes possuem os direitos econômicos e políticos relativos às ações detidas, incluindo o direito de recesso na incorporação de ações em questão. Um entendimento diverso poderia resultar em uma

²⁴¹ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 12.10.2015.

²⁴² No período compreendido entre abril a setembro de 2015, o aluguel de ações movimentou, no âmbito da BM&FBOVESPA, um volume mensal de, em média, 52 (cinquenta e dois) bilhões de reais. E, embora nos meses de agosto e setembro de 2015, o volume (em reais) da operação tenha diminuído, a quantidade de operações aumentou, atingindo o patamar de 141.165 alugueis em setembro de 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?idioma=pt-br>>. Sítio consultado em 13.10.2015.

²⁴³ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-2.pdf>>. Sítio consultado em 27.04.2016.

situação inusitada. Por exemplo, é possível imaginar um cenário onde um acionista A, proprietário de uma ação emitida por companhia aberta, ingresse em um empréstimo de ações e doe sua ação ao investidor B. Este, por sua vez, vende (em caráter definitivo) a ação emprestada, no mercado, ao investidor C, que, em seguida, empresta sua ação ao investidor D. Na data de anúncio de uma operação societária na qual é previsto direito de recesso, os dois empréstimos de ações encontram-se em aberto. O esquema a seguir resume a situação hipotética:



Na situação descrita, teríamos, para apenas 1 ação, como "proprietários" (no sentido leigo da expressão), 2 investidores (A e C), sendo que B e D seriam tomadores em empréstimos de ações. Se o direito de retirada fosse outorgado aos "proprietários" A e C, criar-se-ia uma obrigação para a companhia de resgatar a mesma ação duas vezes (ou mais, se houvesse no exemplo outras operações de empréstimo em seqüência), em um fenômeno de multiplicação do direito de retirada, o que não faz sentido.

No entanto, considerando que a propriedade da ação é transferida do doador para o tomador em um contrato de empréstimo, e sendo o investidor D, na data de referência, o titular final da ação em questão e o acionista perante a companhia, **é apenas D quem detém o direito de recesso no caso**. Por óbvio, o investidor B, mesmo sendo tomador em contrato de empréstimo em aberto, não possui direito de retirada porque, ao vender a ação, deixou de ser seu titular.

Isto corrobora a afirmação de que em um contrato de empréstimos de ações, da qual a companhia emissora não é parte, **não podem ser criadas obrigações que onerem à companhia**. No caso do direito de recesso, o pagamento aos acionistas dissidentes é feito pela própria companhia, conforme previsão legal. Assim, contratos de empréstimos de ações, firmados entre terceiros, não têm o condão de criar obrigações para a companhia.

344. Em primeiro lugar, merece destaque a consideração final feita pela área técnica da CVM, com a qual concordamos inteiramente: a companhia não pode ser onerada por obrigações criadas entre doadores e tomadores. Isso é relevante para toda a análise aqui feita: a importância da exatidão de a quem se atribui esse ou aquele direito tem o condão de não onerar os emissores.

345. Além disso, o problema-exemplo trazido pela CVM é de notória importância: em sede de aluguel de ações, não há "condomínio de direitos acionários". Como já prenunciado por meio da colocação do problema 2 (§ 35, supra), as maiores dúvidas a respeito do aluguel de ações surgem quando não houve alienação por parte do tomador e foi deliberado pela companhia evento que dê ensejo ao exercício de algum direito acionário, seja ele político ou econômico. E, em permanecendo, as ações com o tomador, a conclusão a que chegamos é,

como dito, que melhor teria sido que a Câmara de Ações tivesse adotado para o recesso a mesma postura que adotou para o *tag along*, o que, na prática, tem idêntico efeito ao sugerido pelo *Securities Lending Code of Best Practice*.

III.6 Dos direitos “não essenciais” dos acionistas

346. Optou-se por incluir no presente trabalho a avaliação de dois direitos não essenciais dos acionistas no âmbito do aluguel de ações em razão de sua importância no direito societário: o direito ao *tag along* (art. 254-A da Lei Federal nº 6.404/76) e o direito de voto, que, embora não essencial, é inerente ao valor mobiliário caso se esteja a falar em aluguel de ações ordinárias.

347. A inclusão do *tag along* se deve à sua inserção nos ditos “eventos de custódia”, conceituados nos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações²⁴⁴” como “obrigações do Emissor relativas ao resgate do principal e dos acessórios dos Ativos por ele emitidos e custodiados na Câmara”.

348. Ademais, o direito ao *tag along* tem sido objeto de inúmeros trabalhos, nos quais se demonstra que existe uma série de incertezas jurídicas em seu entorno, mais um motivo para inseri-lo num trabalho que trata de outro tema obscuro, no qual o *tag along* pode ser objeto de discussão.

349. Por sua vez, o direito de voto está intimamente ligado ao conflito de interesses, situação bastante debatida em nosso ordenamento do ponto de vista teórico, mas ainda com estudos práticos em quantidade menor do que faria jus, razão pela qual sugerimos o problema de nº 3 na §36 do presente estudo, sobre o qual nos debruçaremos com maior atenção no capítulo IV, assim como em relação aos demais problemas colocados no início do trabalho.

III.6.1 O direito ao *tag along*

350. No âmbito do mercado de capitais, quando há alienação do controle de uma companhia aberta, existe a obrigação de que o adquirente faça oferta pública de aquisição das

²⁴⁴ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

ações (OPA) com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, “de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual 80% do valor pago por ação com direito de voto do bloco de controle²⁴⁵”.

351. Como ensina EIZIRIK²⁴⁶, há, fundamentalmente, duas razões para a obrigatoriedade de realização de OPA:

Ao acionista minoritário deve ser assegurado o direito de participar no ágio ou prêmio pago pelo adquirente do controle e também deve ser a ele atribuído o direito de desvincular-se da sociedade se houver quebra da *affectio societatis*, isto é, no caso de alienação da base de controle da companhia na qual ele havia depositado sua confiança.

352. A premissa que se adota para resolver a questão do exercício do *tag along* é construída justamente das razões, supracitadas, que inspiraram o legislador a conferir tal prerrogativa ao minoritário.

353. Isto é, exerce o *tag along* quem pagou algo pela participação acionária na companhia e quem a ela estava, por alguma razão²⁴⁷, vinculado.

²⁴⁵ Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial...** Op. Cit., pp. 688.

²⁴⁶ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume III. Artigos 189 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 417-418.

²⁴⁷ Sobre a discussão da imprecisão do conceito de *affectio societatis* e do uso da expressão fim social, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Affectio Societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e (Coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2009, pp. 131-162. Esclarecem os autores que Itália, Espanha e Portugal desprezam o conceito de *affectio societatis* e que este foi completamente abandonado na Alemanha e na Suíça, onde se utiliza o conceito de fim comum (*Gemeinsamer Zweck*). Dizem os autores: “Em sentido amplo, o fim comum abrange o escopo-meio (ou objeto) e o escopo-fim (ou objetivo). Na realidade, o escopo-meio ou objeto (empresa, no caso da sociedade empresaria) e a atividade a qual a organização societária se dedica, servindo, entre outras coisas, para distinguir as sociedades empresarias das sociedades não-empresárias (CC, art. 982, caput). Por outro lado, o escopo-fim ou finalidade e elemento que serve para distinguir as sociedades das associações em sentido estrito: nas sociedades, a finalidade e a partilha dos resultados da atividade social entre os seus membros (CC, art. 981), algo que não pode jamais suceder na associação (CC, art. 53), sob pena de desnatura-la em sociedade. Analisando as funções que o fim comum em sentido amplo exerce nas organizações societárias - equivalente ao sinalagma nos contratos bilaterais -, a doutrina aponta ter ele eficácia constitutiva e eficácia funcional. Diz-se que tem eficácia constitutiva (*konstituierende Wirkung*), na medida em que o fim comum é elemento constitutivo das organizações societárias: não há sociedade ou associação sem fim comum próprio, que não se confunde com o fim individual porventura perseguido pelos seus integrantes (o qual não conflita nem exclui aquele fim comum). (...). Além de ser elemento constitutivo, o fim social também é dotado de eficácia funcional (*funktionelle Wirkung*), pois: (i) fixa as diretrizes da política social; (ii) determina os direitos e deveres dos sócios (em especial a sua intensidade), delimitando, assim, as esferas individual e coletiva; e (iii) dirige os estágios da vida social. Com efeito, as relações entre os sócios e entre estes e a sociedade é marcada pela finalidade comum”.

354. Ainda, o fundamento para tal prerrogativa consiste no fato de que se deve permitir aos minoritários a possibilidade de usufruírem “das mesmas oportunidades obtidas pelos controladores quando estes estiverem se retirando da companhia²⁴⁸”.

355. Ante tais argumentos, demonstrando-se que o *tag along*²⁴⁹ se funda num ideal de tratamento igualitário aos minoritários, não há qualquer sentido em se imaginar que tal direito possa ser exercido pelo tomador das ações, que *transitoriamente* acionista é.

356. Com efeito, o item 7.4 dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações” dispõe que:

Em casos de direito de prioridade em oferta pública, o Investidor doador de Ativos deve comunicar à Câmara, por meio de seu Agente de Custódia, dentro do prazo estabelecido, a sua intenção de adquirir os Ativos correspondentes à posição emprestada. O Investidor tomador de Ativos, de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo Investidor doador, deve comprar os Ativos correspondentes a fim de entregá-los ao Investidor doador de Ativos. O tratamento a ser conferido a qualquer outro Evento de Custódia não previsto neste Capítulo será definido pela Câmara, com base no procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo²⁵⁰.

357. Duas são as hipóteses possíveis. Primeiramente, a de que o doador *queira* exercer o direito de prioridade em oferta pública. Se o quiser, fá-lo-á por intermédio de seu agente de custódia, que forçará o tomador a uma devolução compulsória dos ativos.

358. Se o tomador não o fizer, aplicar-se-á o disposto no art. 4º, §1º, inc. VI, da Instrução CVM nº 441/2006 e o art. 4º da Lei nº 10.214/2001, e serão executadas as garantias prestadas pelo tomador²⁵¹, devolvendo-se ao doador o *status quo ante*.

²⁴⁸ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada. Volume III...** Op. Cit., pp. 418.

²⁴⁹ Não é demais lembrar que no Novo Mercado o *tag along* “deve ser estatutariamente estabelecido em 100% do valor das ações pagas ao controlador alienante, como condição para que tais companhias sejam classificadas em tal nível de negociação”. Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial...** Op. Cit., pp. 689.

²⁵⁰ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²⁵¹ Além disso, arcará o tomador com multa, como informado pelos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações”: “O Investidor tomador de Ativos que não proceder à devolução dos mesmos, sujeita-se à multa de 0,2% ao dia sobre o valor dos Ativos não devolvidos, incidente até a regularização da devolução dos mesmos, Adicionalmente o tomador será responsável por remunerar o doador de Ativos, até a data da efetiva devolução dos mesmos, considerando-se para efeito do cálculo da remuneração o dobro da taxa originalmente contratada. As multas aplicadas ao Investidor tomador de Ativos são incorporadas ao saldo líquido multilateral do Agente de Compensação responsável. Independentemente da responsabilidade do Agente de Compensação, os Participantes de Negociação que intermediarem Operações de empréstimo de Ativos respondem solidariamente pela eventual Inadimplência no cumprimento das obrigações dos Investidores, seus clientes. As multas podem ser

359. Se, contudo, o doador não quiser exercer seu direito de prioridade em OPA, surge a seguinte questão: será dado ao tomador o direito de exercer o recesso? Entende-se que não.

360. Com efeito, se o doador não quiser exercer o direito de prioridade, ou se, simplesmente, não se manifestar no prazo estabelecido para tanto, ou continuará a ser acionista da companhia (sob novo controlador) ou poderá (se o quiser) retirar-se dela, alienando suas ações (depois de devolvidas) ou, caso se trate de aluguel reversível ao doador, requerendo a liquidação financeira da operação e, aí sim, desfazendo-se de sua posição acionária.

361. Como cediço, o art. 254-A da Lei Federal nº 6.404/76 cuida de um direito *potestativo* do acionista, o qual, por essa qualidade, ninguém pode obstar (art. 5º, inc. XX, da Constituição Federal de 1988).

III.6.2 O direito de voto

362. A importância do direito de voto no aluguel de ações é patente: evitar-se ofensa ao princípio do *one share, one vote*.

363. Sem tal controle, poderíamos imaginar situações em que tanto o tomador, *quanto o doador* das ações ordinárias receberam convite para participar da assembleia, conduzindo a uma sobreposição de votos, fenômeno denominado de ‘*overvoting*²⁵², que, em princípio, sequer seria possível no ordenamento jurídico brasileiro, tendo em vista, como dito, o disposto no art. 110, §1º, da Lei Federal nº 6.404/76.

reconsideradas, a critério da Câmara, mediante pedido por escrito do Participante de Negociação, sendo condição indispensável para o deferimento do mesmo que, nos 15 (quinze) dias úteis anteriores, não tenha havido reconsideração de multa pela mesma falta. Da decisão que ratificar a aplicação da multa, cabe pedido de reconsideração recurso, com efeito suspensivo, à Diretoria Executiva da BM&FBOVESPA, no prazo de 15 (quinze) dias, contados da ciência da decisão. Caso não haja reconsideração da decisão que determinou a aplicação da penalidade, caberá recurso, com efeito suspensivo, a BSM [Supervisão de Mercados da BM&FBOVESPA], no prazo de 15 (quinze) dias da ciência da decisão”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²⁵² Cf. HESSEL, Camila Guimarães. Riscos do Aluguel. In: **Revista Capital Aberto**, nº 43, ano 4, mar/2007, pp. 40-43.

364. Muito embora no Brasil o *overvoting* seja um fenômeno improvável, factível seria (em sendo incerto o exercício do direito de voto) um conflito entre os interessados em exercê-lo.

365. Analisemos essa prerrogativa inerente às ações ordinárias com mais vagar, portanto. O direito de voto representa o direito de participação decisória nos aspectos incompletos do contrato de sociedade^{253,254}.

366. Seu fundamento se assenta no fato de que os acionistas destinaram capital para a empresa a ser exercida, de modo que isso faz dos acionistas “detentores de pretensão residual (*residual claimants*) do resultado econômico da empresa²⁵⁵”.

367. Já que se está a falar de aluguel de ações, deve-se partir da premissa de que a Lei brasileira proíbe o voto múltiplo ou plural²⁵⁶ (art. 110, §2º, da Lei Federal nº 6.404/76). Isso implica o fato de que, na vigência do aluguel de ações, somente um dos investidores finais (doador ou tomador) poderá exercê-lo, o que não necessariamente significa que o outro investidor não tenha interesse nele²⁵⁷.

²⁵³ Nesse sentido, cf. GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, pp. 141.

²⁵⁴ Para efeitos do presente trabalho, buscar-se-á o foco no aluguel de ações ordinárias, uma vez que as ações preferenciais, sem direito a voto, pouco impactariam nossa análise. Isso porque não faz sentido se pensar que o exercício do direito de recesso, nas hipóteses de aluguel de ações, tenha destinação diferente (ao tomador ou ao doador) quando se trate de ações ordinárias ou quando se trate de ações preferenciais. Ademais, a inovação feita pela Lei nº 10.303/2001 no art. 15, §2º da Lei de S.A. limita o número de ações preferenciais sem direito a voto a 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas pela companhia. No que concerne ao Direito estadunidense, é lapidar a reflexão de EASTERBROOK e FISCHER: “Assim, no debate sobre se as sociedades abertas devem ser autorizadas a emitir ações sem direito a voto, a maioria das pessoas assume que ações não votantes são ruins, porque isolam os administradores ainda mais do controle do investidor e a única questão é se uma proibição total (em oposição a uma regulação severa) restringiria ‘muito’ a capacidade das empresas de levantar capital”. Tradução livre. No original: “*Thus in the debate about whether public corporations should be permitted to issue nonvoting stock, most people assume that nonvoting stock is bad because it insulates the managers further from investor’s control, and the only question is whether an outright ban (as opposed to severe regulation) would restrict ‘too much’ the ability of firms to raise capital*”. Cf. EASTERBROOK, Frank Hoover; FISCHER, Daniel Robert. *The corporate contract*. In: **Columbia Law Review**, n. 1416, 1989, pp.1. Note-se que o questionamento levantado pelos autores é muito anterior à reforma da Lei de S.A., que, de certo modo, incorporou as críticas por eles tecidas. Esse questionamento também é feito, entre nós, por CARVALHOSA: “A prática de emissão de ações desprovidas do direito de voto, como é óbvio, colide com o ideal de democracia acionária. Por isso mesmo, ela é considerada suspeita nos países onde tais ações foram criadas. A Bolsa de Valores de New York, v.g., como já mencionado, não admite a cotação de títulos de companhias que tenham emitido ações sem voto. E a Bolsa de Valores de Londres exige que uma companhia com ações ou debêntures cotadas atribua um adequado direito de voto às suas ações preferenciais”. Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários...** 1º Volume, Op. Cit., pp. 280.

²⁵⁵ Cf. GORGA, Érica. **Direito societário...** Op. Cit., pp. 142.

²⁵⁶ Essa vedação foi derogada parcialmente com a criação das golden shares (art. 17, §7º da LSA). Nesse sentido, cf. PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

²⁵⁷ A diferenciação entre interesse, escopo e motivo será abordada no Capítulo IV. Cf. JAEGER, Pier Giusto. **L’interesse sociale**. Milão:Dott. A. Giuffrè Editore, 1972, pp. 3 e ss.

368. Na praxis comercial, a resposta é dada de modo direto pelas corretoras, como se observa, v.g., de folheto divulgado pelo Banco Fator Sociedade Corretora²⁵⁸:

Os direitos e proventos distribuídos às ações-objeto do contrato de aluguel pertencem ao doador dos títulos. Como durante a vigência do contrato o proprietário das ações passa a ser o tomador, no caso de ações com direito a voto, esse direito passa ao tomador. A CBLIC fica responsável pelos mecanismos de compensação, garantindo ao doador o mesmo tratamento que teria caso estivesse com seus ativos em carteira.

369. Sendo o Direito brasileiro lacunoso quanto ao exercício do voto no aluguel de ações ordinárias, adotar-se-á aqui a inspiração do Direito alemão, cuja lógica é, em muitas ocasiões, por nós cooptada (ou copiada), o que não foi o caso de nossa legislação para o aluguel de ações, mas se o fosse, possivelmente algumas das dúvidas aqui colocadas não existiriam.

370. Na Alemanha, o contrato que mais se aproxima do aluguel de ações (*Wertpapierleihe*, *Aktiendarlehen*) na forma de tipo (*Vertragstypische*) vem disciplinado no §607(1) do BGB²⁵⁹, segundo o qual o tomador do empréstimo (*Darlehensnehmer*) deverá pagar uma taxa de empréstimo e, ao final do prazo, reembolsar o doador (*Darlehensgeber*) em coisa do mesmo tipo, qualidade e quantidade²⁶⁰ (*Art, Gute und Menge*).

²⁵⁸ No caso dos dados do Banco Fator, trata-se de folheto explicativo e não do regulamento em si. Todavia, o dado é suficiente para que se vislumbre como essa sociedade opera em aluguel de ações. Disponível em: <http://www.bancofator.com.br/arquivos/galeria_arquivos/Laminas/MercadoAcoes/AcoesBTCAlugueldeAcoes.pdf>. Sítio consultado em 23.09.2015.

²⁵⁹ “§ 607 Vertragstypische Pflichten beim Sachdarlehensvertrag. (1) Durch den Sachdarlehensvertrag wird der Darlehensgeber verpflichtet, dem Darlehensnehmer eine vereinbarte vertretbare Sache zu überlassen. Der Darlehensnehmer ist zur Zahlung eines Darlehensentgelts und bei Fälligkeit zur Rückerstattung von Sachen gleicher Art, Güte und Menge verpflichtet. (2) Die Vorschriften dieses Titels finden keine Anwendung auf die Überlassung von Geld”. Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/bgb/gesamt.pdf>>. Sítio consultado em 23.09.2015. A parte (2) do §607 é lapidar, ao dizer que as disposições desse título não se aplicam ao empréstimo de dinheiro. Tal assertiva nos conduz ao raciocínio de que, de fato, se de mútuo se tratasse, seria atípico, não se equiparando àquele tradicionalmente conhecido do Direito brasileiro.

²⁶⁰ Nesse sentido, cf. ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHNEIDER, Uwe H.; DÖHMEL, Doris; HÖNSCH, Henning; KOLLER, Ingo; MÜLBERT, Peter O.; SETHE, Rolf; SCHNEIDER, Sven H.; VOGEL, Joachim. *Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar*. 6ª ed. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 2012, pp. 1065. SCHNEIDER observa que: “Bei der „Wertpapierleihe“ im weiteren Sinne handelt es sich nicht um eine Leihe i.S. 78 von §§ 598 ff. BGB, sondern um ein Wertpapierdarlehen gemäß § 607 BGB, um ein Repo-Geschäft oder um ein **Sell-Buyback-Arrangement**“. Grifos nossos. Note-se que o autor faz a mesma comparação por nós mencionada quando tratamos da visão do Direito inglês sobre o tema, supracitada, mormente no que tange à “cláusula de recompra”. Conferir, a esse título, no presente trabalho, a nota de rodapé nº 118. Note-se que a utilização do § 607 do BGB não quer dizer que se aplique a disciplina do mútuo tal como previsto no Código Civil. Como se notará, o direito alemão conta com outras normas para regulamentar o aluguel de ações que se aplicam em caráter especial, a exemplo da interpretação do KAGB, infra.

371. Deve-se ter em mente que o aluguel de ações, tanto na Alemanha, quanto no Brasil, visa a uma eficiente alocação de riscos (*Effiziente Risikoallokation*), por meio da qual o doador deixa de correr²⁶¹, pelo prazo em que perdurar o contrato, os riscos de desvalorização de sua posição acionária, não gozando, contudo, da eventual possibilidade de valorização.

372. O risco seria, então, suportado por aquele com maior aptidão, no sentido volitivo, a corrê-lo²⁶².

373. Quanto ao exercício do direito de voto, lapidar a lição de BAUR e TAPPEN²⁶³:

O tomador se torna, nos termos civis, proprietário das ações cedidas por meio do empréstimo durante a duração do empréstimo. Consequentemente, todos os direitos das ações emprestadas vão para ele, como, por exemplo, o direito aos dividendos e o direito de voto.

374. A preocupação do Direito alemão se concentra, na realidade, na possibilidade de abuso do direito por meio do aluguel de ações, sendo ZIMMERMANN²⁶⁴ preciso ao afirmar que:

Algo do tipo fica especialmente evidente em toda votação por parte do tomador, vez que ele não corre o risco de desvalorização e de preço/câmbio e, portanto, pode exercer o direito de voto sem risco. O tomador opta por um uso estratégico do empréstimo de ações, assim que detém as ações para efeito de votação, havendo, portanto, risco de abuso. Assim, o tomador possui uma obrigação secundária/paralela, de não arriscar, nem diminuir, o

²⁶¹ Como dito à nota de rodapé nº 68, o aluguel de ações pode ser utilizado como estratégia *stop loss*.

²⁶² Nesse sentido, ZIMMERMANN, Martin. *Das Aktiendarlehen: Die Zuordnung von Aktionärsrechten im Spannungsfeld von Zivil-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2014, pp. 154: “Zum einen ermöglichen derivative Finanzinstrumente, wie bereits ausgeführt, den Marktteilnehmern eine Absicherung gegen Schwankungen des jeweiligen Basiswertes. An derivativen Märkten könne daher ein Transfer von Risiken zwischen Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Risikopräferenzen stattfinden. Auf diese Weise bilde sich ein Marktpreis für bestimmte Risiken, was im Idealfall zu einer volkswirtschaftlich wünschenswerten Risikoallokation führe, weil die betreffenden Risiken zu den Personen gelenkt würden, die diese mit den geringsten Kosten tragen können (*least cost risk bearer*)”.

²⁶³ Tradução livre. No original: “Der Wertpapier-Darlehensnehmer wird zivilrechtlicher Eigentümer der darlehensweise überlassenen Wertpapiere für die Dauer des Wertpapier-Darlehens. Ihm stehen folglich alle Rechte aus den entliehenen Wertpapieren zu, z.B. das Dividendenrecht und das Stimmrecht“. Cf. BAUR, Jürgen; TAPPEN, Falko. *Investmentgesetze/§§1 – 272 KAGB*. 1ª ed. Berlim, Munique, Boston: De Gruyter, 2014, pp. 1939.

²⁶⁴ Tradução livre. No original: „Eine solche ist bei jeder Stimmrechtsausübung durch den Darlehensnehmer besonders naheliegend, da dieser nicht die Entwertungs- und Kursgefahr trägt und daher das Stimmrecht risikoentleert ausüben kann. Entscheidet sich der Darlehensnehmer für einen strategischen Einsatz des Aktiendarlehens, hält er also die Aktien zum Zweck der Stimmrechtsausübung, besteht deshalb ein Missbrauchsrisiko. Somit ist festzuhalten, dass der Darlehensnehmer einer Nebenpflicht unterliegt, den Wert der Aktien weder zu gefährden noch zu beeinträchtigen. Eine Gefährdung in diesem Sinne ist bei jeglicher Ausübung des Stimmrechts durch den Darlehensnehmer gegeben; auf den konkreten Beschlussgegenstand kommt es nicht an“. Cf. ZIMMERMANN, Martin. *Das Aktiendarlehen*...Op. Cit., pp. 201.

valor das ações. Uma ameaça neste sentido ocorre em todo exercício do direito de voto por parte do tomador. Isso não depende do caso concreto.

375. O Direito alemão parte da premissa, equitativa à luz dos negócios, de que o tomador não toma ações em aluguel para prejudicar o direito de voto do doador, mas sim para realizar seus investimentos, lucrando com uma possível flutuação no preço das ações.

376. Tanto assim o é que a doutrina alemã reconhece que o exercício do direito de voto vincula seu possuidor a eventuais responsabilidades que possam advir do voto proferido com o fito de causar dano e sugere, ainda,

[que] O tomador pode, porém, evitar este risco, consultando o doador antes de votar, para obter sua aprovação para o voto ou para o doador se abster do exercício do direito de voto. Este último (a abstenção) se espera do doador, porque o empréstimo de ações não pressupõe tipicamente, como objetivo a seguir, o exercício do direito de voto (...)²⁶⁵.

377. Essa sugestão de “consulta²⁶⁶” entre tomador e doador é, inclusive, perfeitamente compatível com o disposto no item 7.4 dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações”, em que se firma que, no caso do direito de prioridade em oferta pública, o doador deve comunicar seu agente de custódia para que este transmita sua vontade ao tomador das ações.

378. Não há, contudo, tratativa semelhante ao voto em nosso ordenamento, cuja análise ficou relegada a uma compreensão, criticável ou não, da natureza jurídica do aluguel de ações.

379. A questão que se deve fazer é: o direito de voto é cedível? A nosso ver, sim^{267,268}, inclusive porque sequer direito essencial é. Mesmo na lição de José Waldecy LUCENA que,

²⁶⁵ *Idem*. Tradução livre. No original: „Der Darlehensnehmer kann dieses Risiko jedoch vermeiden, indem er vor der Stimmrechtsausübung mit dem Darlehensgeber Rücksprache hält und dessen Zustimmung zu der geplanten Stimmrechtsausübung im Einzelfall einholt oder von einer Ausübung des Stimmrechts Abstand nimmt. Letzteres ist ihm auch zuzumuten, da die typischerweise mit einem Aktiedarlehen verfolgten Zwecken gerade keine Stimmrechtsausübung voraussetzen und auch sonst“.

²⁶⁶ A sugestão é compatível com o dever de cooperação inerente às relações jurídicas societárias. Nas palavras de Clóvis V. do Couto e Silva, “nas relações jurídicas em que a cooperação se manifesta em sua plenitude (*nostra res agitur*), como nas de sociedade (...) cuida-se de algo mais do que a mera consideração, pois existe o dever de aplicação à tarefa suprapessoal, e exige-se disposição ao trabalho conjunto e sacrifícios relacionados com o fim comum”. Cf. SILVA, Clóvis V. do Couto. **A obrigação como processo**. São Paulo: Bushatsky, 1976, pp. 31. Ora, se o tomador, enquanto acionista *transitório*, acionista *é*, e possui os mesmos deveres dos outros acionistas em relação à sociedade, referido ajuste seria solução conveniente.

²⁶⁷ No mesmo sentido por nós adotado e adotado pela doutrina alemã, VERÇOSA afirma que “quanto ao aluguel de ações, este instituto tornou-se prática comum no mercado financeiro, merecendo tratamento normativo por

num primeiro momento, posiciona-se negativamente a tal possibilidade²⁶⁹, recorre justamente a ela quando trata das ações gravadas com usufruto²⁷⁰.

380. No limiar, impraticável seria colocar em aluguel ações ordinárias, cujo exercício do voto não pudesse ser exercido pelo tomador. Isso desestimularia a operação e seria logicamente inconsistente, bastando, para tal demonstração, imaginar-se que o tomador pode vender as ações alugadas. Ou melhor, rotineiramente as usa para cobrir vendas a descoberto.

381. O tomador pode votar? Ainda que não o responda expressamente o direito positivo, temos que sim. Se isso deveria ser feito, como sói acontecer no direito de prioridade em oferta pública, na forma como orientado pelo doador, é outra questão. O caminho da conciliação²⁷¹ é possível, sim, sendo inclusive essa a orientação da doutrina alemã.

meio da Res. 3278, de 28.04.2005, do CMN – revogada pela Res. 3539/2008. Nestes termos, **o contrato entre as partes pode prever ou não a cessão do direito de voto em favor do locatário**". Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial...** Op. Cit., pp. 230. Grifos nossos.

²⁶⁸ Na lição de Bruno ROBERT, "a cessão do exercício do direito de voto, possível por uma razão ou por outra, não representa risco excepcional ao funcionamento do sistema societário. A lei societária, justamente por não ser possível pretender alcançar todas as relações que se projetam para fora da dimensão da companhia, reteve os vínculos de responsabilização firmemente dentro da esfera da organização societária. Se o exercício do direito de voto escapa a essa esfera, e nada há para ser feito a esse respeito, a responsabilidade por esse exercício não o acompanha. O responsável primário pelo exercício abusivo do direito de voto continua a ser o titular da ação, independentemente de quem o exerceu e de por qual razão foi exercido". Cf. ROBERT, Bruno *Direito de voto...* Op. Cit., pp. 244.

²⁶⁹ "O direito de voto é incessível separadamente da transferência da ação. Assim já era no regime anterior e continua sendo no atual, ou seja, o direito de voto é inerente à qualidade de acionista, isto é, ao proprietário da ação". Cf. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – Comentários à Lei – Volume I (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 1024.

²⁷⁰ "Está legitimado a votar aquele que a convenção indicar. Trata-se de *ius dispositivum*, assim podendo as partes disciplinar o exercício do voto, como lhes aprouver, mas o que o exercer não poderá prejudicar o interesse do outro titular de direito real". *Idem*, pp. 1055.

²⁷¹ Essa é a posição de Renato Ventura RIBEIRO: "a operação de locação de ações tem sido cada vez mais comum no direito brasileiro. Neste caso, a solução pode variar conforme o conceito que se tenha do direito de voto. Concebendo-se o voto como direito do proprietário, deve ele ser exercido pelo locador [tomador]. Tomando-se o exercício do direito de voto como forma de uso da coisa, é cabível ao locatário [doador]. Por fim, e que parece ser a melhor forma de resolução do problema para dirimir dúvidas, o direito de voto deve ser objeto de convenção entre ambas as partes, com base no art. 569, inc. I, do Código Civil. Desde já descarta-se a analogia com o direito de voto do locatário no condomínio edilício, em razão da distinção entre sociedade e comunhão. No condomínio edilício tem-se apenas uma comunhão, enquanto que a sociedade se caracteriza não só pelo exercício de uma atividade empresarial, como o voto é condicionado ao cumprimento da função social da empresa. Daí não ser cabível a analogia". Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 313-314. Logo adiante, contudo, ao tratar do depósito de ações, trata o professor também do mútuo de ações, entendendo que tal direito é exercido pelo mutuário, destacando-se que "se pode o mais (vender os títulos), deve poder o menos (exercer o direito de voto). A operação de mútuo pode ser utilizada para burlar a vedação de voto decorrente de conflito de interesses ou como forma de cessão de direito de voto. No primeiro caso, uma vez reconhecida a simulação, a operação de mútuo é nula (Código Civil, art. 167, I e II) e, por consequência, o voto é emitido pelo mutuário. Na segunda hipótese, mesmo que o escopo do mútuo seja o de cessão de voto, o negócio deve ser tido como válido, caso não haja proibição de voto do mutuante, pois será válido na substância e na forma (Código Civil, art. 167)". *Idem*, pp. 315.

382. De modo ainda mais conciliatório, o *Securities Lending Code of Best Practice* propõe o estabelecimento de uma política clara por acionistas institucionais que pretendam votar:

Acionistas institucionais deveriam ter uma política clara com relação ao empréstimo, sobretudo quando isso envolve o voto. A política do aluguel deve indicar claramente, *inter alia*, a posição do tomador no que diz respeito ao *recall* das ações alugadas para o propósito de votar com elas²⁷².

383. Da recomendação do *Securities Lending Code of Best Practice* se infere, em primeiro lugar que, assim como afirmado pela área técnica da CVM no caso das Companhias Oi, “em um contrato de empréstimos de ações, da qual a companhia emissora não é parte, não podem ser criadas obrigações que onerem à companhia”.

384. Além disso, é possível, de tal excerto, se extrair que só haverá discussão a respeito da política de voto quando as ações alugadas não tiverem sido vendidas, razão pela qual se reforça a importância do disposto no art. 9º, I e II da Instrução CVM nº 441/2006, sendo possibilitado ao doador identificar o tomador e seu intermediário a fim de avaliar suas possibilidades.

385. Vale dizer, se, informado tomador e seu intermediário, o doador obtiver destes a informação de que as ações foram alienadas (para realizar *short selling*, por exemplo), e, ainda assim, deseja votar, se o aluguel tiver sido celebrado com a possibilidade de que seja feita a liquidação antecipada (o que realça a importância do §1º do art. 9º da Instrução CVM nº 441/2006), assim se o fará, inclusive, podendo haver levantamento da caução mencionada pelo art. 4º, §1º, VI, da Instrução CVM nº 441/2006, caso o tomador deixe de atender as obrigações decorrentes da operação.

386. Em síntese: alugadas as ações, o direito de voto passa ao tomador. As nuances que o exercício de tal direito pode ter dependerão, contudo, de fatores como a forma de celebração do contrato (impessoal ou diferenciado, podendo neste último caso haver ajuste quanto ao

²⁷² Tradução livre. No original: “*Institutional shareholders should have a clear policy with respect to lending, especially insofar as it involves voting. A lending policy should clearly state, inter alia, the lender’s policy with regard to recall of lent shares for the purpose of voting them*”. Disponível em: <https://circabc.europa.eu/webdav/CircaBC/FISMA/markt_consultations/Library/financial_services/harmonisation_securities_1/registered_organisation/icgn_en.pdf>. Sítio consultado em 27.04.2016.

voto), a forma de liquidação do contrato (e, nesse sentido, a existência ou não de alienação das ações alugadas).

387. Assim, ao contrário do que se pudesse imaginar à primeira vista, a tratativa do direito de voto²⁷³ não é questão tão de fácil deslinde, e sua transmissão pode, como em qualquer operação no mercado de capitais, dar ou não lugar a abusos.

²⁷³ Na lição de GALGANO, “o voto é a declaração unilateral de vontade expressa pelo sócio na assembleia sobre os objetos postos em deliberação”. Tradução livre. No original: “*Il voto è la dichiarazione unilaterale di volontà espressa dal socio in assemblea sugli oggetti posti in deliberazione*”. Cf. GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale – Le Società*. 15ª ed. Bolonha: Zanichelli, 2005, pp. 277.

IV. PROBLEMAS PRÁTICOS NO ÂMBITO DO ALUGUEL DE AÇÕES

388. Como delineado no início do presente trabalho, três foram os problemas que, a partir de uma situação talvez episódica, como o caso das Companhias Oi, chamaram-nos a atenção para a fragilidade da regulamentação do aluguel de ações, inclusive no que diz respeito à carência de estudos tanto no que concerne à operação aqui estudada quanto a outras situações da vida societária que podem ou não estar ligadas à sua realização:

Problema 1. Imagine-se que numa companhia “A”, com ações listadas em bolsa, o acionista “X” autorize à sua corretora o aluguel de determinada quantidade de suas ações, o que se aperfeiçoa com a demonstração de interesse em alugar pelo sujeito “Y” (seja ele já acionista da companhia “A” ou não) à companhia de corretagem com quem aquele contratou²⁷⁴. O aluguel é realizado pelo prazo de 100 dias. Imagine-se que o acionista “Y” alugou as ações para realizar *short selling* e que, portanto, vendeu as ações a um acionista “Z”, no dia 10. No dia 20 da operação a companhia aprova um aumento de capital e sua assembleia fixa o prazo para o exercício de tal direito em 79 (setenta e nove) dias. Questiona-se: o acionista “X” poderá exercer o direito de preferência na subscrição de novas ações?

Problema 2. Imagine-se que o investidor “X” alugue do então acionista “Y” a quantia de 1.000 (mil) ações ordinárias da companhia “A”, de capital pulverizado²⁷⁵. Suponhamos que “X” tenha alugado as ações para aumentar seu poder de voto e, portanto, permaneceu com as ações até o termo final definido na agressão²⁷⁶ da operação. Imagine-se que a companhia “A” delibera um grupamento de ações, à luz do art. 12 da Lei Federal nº 6.404/76, da ordem de 1000:1 (isto é, cada 1.000 ações detidas serão convertidas em uma única ação). Questiona-se: quantas ações terão de ser devolvidas por “X” a “Y”? Qual o fundamento jurídico para essa conclusão?

Problema 3. Suponha-se que o Sr. “X” tome em aluguel as mesmas 1.000 ações ordinárias do “Sr. Y”. E suponha-se que as ações foram dadas em aluguel porque o “Sr. Y” estava impedido de votar na deliberação, eis que é administrador da companhia e a ordem do dia a ser votada diz respeito à aprovação de suas contas em tal cargo. A deliberação assemblear é legítima?

²⁷⁴ Isto é, tomador e doador, *a priori*, não se relacionam diretamente, mas por intermédio de sociedades corretoras.

²⁷⁵ “Companhias de capital pulverizado são aquelas em que a dispersão acionária é significativamente elevada, de modo que nenhum acionista, ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto ou sob controle comum, detém mais da metade das ações votantes. Tais companhias integram o Novo Mercado da Bolsa de Valores, cujo regulamento impede a emissão de ações sem direito a voto (princípio do *one share, one vote*) e reduz substancialmente a possibilidade de extração de benefícios particulares por parte do acionista controlador majoritário”. Cf. MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. *Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 217-262.

²⁷⁶ Termo utilizado pelo mercado para designar o cruzamento de informações fornecidas à clearing house pelos agentes de custódia do doador e do tomador. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>. Sítio consultado em 01.09.2015.

Em caso negativo, quais são as medidas possíveis de serem tomadas pela companhia e/ou pelos outros acionistas?

389. Assim, o presente capítulo se estruturará a fim de responder a essas questões. É preciso deixar claro que a resposta a essas questões não exaure a pesquisa a respeito do aluguel de ações. Contudo, responder a essas questões tem o mérito de aclarar a compreensão a respeito do aluguel de ações e chamar a atenção para o impacto do art. 4º, §1º, II da Instrução CVM nº 441/2006.

IV.1 Problema 1

390. A reflexão trazida pelo primeiro problema aqui colocado passa por uma análise crítica da Instrução CVM nº 441/2006, interpretada em conjunto com a Instrução CVM nº 541/2013.

391. Com efeito, a Instrução CVM nº 441/2006 determina, em seu art. 4º, §1º, II, a regulamentação do serviço de empréstimo de valores mobiliários no tocante aos direitos inerentes a tais ativos às entidades autorizadas a tanto.

392. A uma primeira vista, portanto, a resolução para referido problema decorreria da interpretação do item 7.3 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações²⁷⁷, já mencionado supra.

393. A aludida disposição visou preservar o direito do doador dos ativos à preferência na subscrição de novas ações.

²⁷⁷ Diz referido dispositivo: O Investidor doador de Ativos deve comunicar à Câmara por meio de seu Agente de Custódia, dentro do prazo estabelecido, a intenção de exercer a subscrição de sua posição. Nessa hipótese, o Investidor tomador de Ativos terá as seguintes opções:

a) repassar o direito de subscrição, quando for o caso, até D-3 da data limite de negociação dos direitos, ou
b) de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo Investidor doador, comprar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes, a fim de entregá-los ao Investidor doador de Ativos.

Os recursos referentes à subscrição serão debitados do Investidor doador de Ativos, por meio de seu representante, e repassados ao Investidor tomador de Ativos, por meio de seu representante, na mesma data da efetivação da subscrição no Serviço de Depositária da Câmara. O Investidor tomador de Ativos deverá, até o quarto dia útil seguinte à data da efetivação da subscrição, entregar o recibo de subscrição ou os Ativos correspondentes ao Investidor doador de Ativos. No caso de sobras de subscrição, aplica-se o mesmo procedimento de manifestação do Investidor doador de Ativos e disponibilização dos recursos, observando, ainda, o procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/>. Sítio consultado em 30.04.2016.

394. Primeiramente, tal regra só possui sentido prático se o doador for informado do evento que deu origem à preferência na subscrição de ativos. Dessa forma, novamente, ainda que de modo implícito, prestigia o ordenamento o dever de *full disclosure* por parte da companhia emissora e a possibilidade de o doador fiscalizar a gestão social.

395. Em segundo lugar, sendo a operação de aluguel de valores mobiliários, em regra, impessoal, há de se garantir que o doador possa identificar o tomador. Para tal finalidade é que foram editados tanto o art. 9º da Instrução CVM nº 441/2006, quanto os arts. 1º, §1º, II e IV, 2º e 8º, §2º, I, 15, 17 e 18, estes todos da Instrução CVM nº 541/2013²⁷⁸.

396. Uma vez identificado o tomador, poderá o doador dar efetividade à regra capitulada no item 7.3 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações.

²⁷⁸ Art. 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários deve ser prestado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos da presente Instrução.

§ 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no caput compreende as seguintes atividades:

I – a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central;

II – o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores;

III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e

IV – o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito.

Art. 2º O depositário central deve exercer suas atividades com probidade, boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores.

Art. 8º O interessado na obtenção da autorização de que trata o art. 6º [autorização para prestação do serviço de depósito centralizado de ativos] deve:

§ 2º O requerente deve atender aos seguintes requisitos:

I – constituir e manter capacitação tecnológica adequada e recursos humanos suficientes e **tecnicamente capazes de realizar os processos e operar os sistemas envolvidos na prestação dos serviços de depósito centralizado**, inclusive com a adoção de programas de capacitação.

Anote-se que, nos termos do art. 12, II, *b*, o prestador do serviço de depósito centralizado de ativos pode ser sujeito a processo administrativo sancionador no âmbito da CVM que culmine no cancelamento de sua autorização para a atividade.

Art. 15. O depositário central deve manter sistema centralizado de informações que permita a identificação do investidor e a atualização das informações cadastrais fornecidas pelo custodiante que prestar serviços ao investidor.

Parágrafo único. Incumbe ao custodiante que prestar serviços aos investidores zelar pela veracidade e pela atualização das informações dos investidores constantes do sistema referido no caput, conforme as regras e procedimentos mínimos estabelecidos pelo depositário central.

Art. 17. O depositário central deve fornecer aos emissores, custodiantes dos emissores e escrituradores, conforme o caso, a relação de valores mobiliários em depósito centralizado e seus respectivos titulares, a fim de assegurar o cumprimento de deveres perante os investidores.

Art. 18. O depositário central deve disponibilizar ou enviar, conforme o caso, aos investidores informações que permitam a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os valores

Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst541.pdf>>. Sítio consultado em 30.04.2016.

397. Contudo, o problema sugerido contempla hipótese não prevista pela Câmara de Ações: aquela em que as ações não estão mais com o tomador, porque, no caso, realizou *short selling* (lembre-se: o maior motivo para tomar ações em aluguel).

398. É provável que o doador, quando queira exercer o direito de preferência na subscrição de novas ações, não saiba que destinação o tomador deu a elas. Daí a Instruções CVM nº 441/2006 e 541/2013 garantirem meios para que o doador, nessa operação em princípio impessoal, identifique o tomador.

399. Identificado o tomador e verificando-se que as ações não tiveram qualquer destinação, o procedimento do item 7.3 da Câmara de Ações será exequível.

400. Contudo, identificado o tomador e, como proposto, verificando-se a existência de *short selling*, o doador poderá: (i) se houver a possibilidade de liquidação antecipada, requerê-la caso haja tempo hábil para o exercício do direito de preferência; (ii) se não houver tal possibilidade, não poderá exercer referida faculdade, risco que aceitou ao entabular operação sem essa previsão.

IV.2 Problema 2

401. O segundo problema colocado tem como problemática a ideia de que, por ser a operação aqui estudada denominada de aluguel de ações (ou, como utilizado pela Instrução CVM nº 441/2006, “empréstimo de valores mobiliários”), deve se devolver o doador ao seu *status quo ante*.

402. Em primeiro lugar, para que possamos compreender a resposta ao problema, é necessário entender o que vem a ser o grupamento de ações, causa de alteração do número e valor nominal das ações da companhia emissora²⁷⁹.

²⁷⁹ É o que diz o art. 12 da Lei Federal nº 6.404/76: Art. 12. O número e o valor nominal das ações somente poderão ser alterados nos casos de modificação do valor do capital social ou da sua expressão monetária, de desdobramento ou grupamento de ações, ou de cancelamento de ações autorizado nesta Lei. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 30.04.2016.

403. Referida operação visa mudar o número de ações sem mexer em seu valor nominal. Assim, por exemplo, se o lote mínimo de compra de ações de determinado emissor é de 100 (cem) ações e cada ação custa BRL 1.00 (um real) para adquirir um lote um investidor deveria desembolsar BRL 100.00 (cem reais). Contudo, imaginando-se um grupamento de 100:1 (cem para um), para cada 100 (cem) ações que um investidor possua, ele passará a deter 1 (uma) ação, cujo valor, em contrapartida, será multiplicado por 100 (cem), preservando-se o valor nominal.

404. Isto é, se um investidor da citada companhia possuía 100 ações (cem), após o grupamento, passará a ter 1 (uma) ação valendo BRL 100.00 (cem reais). Portanto, para esse investidor, a situação permanece inalterada.

405. Então, por qual motivo são feitos grupamentos? Em regra, o que determina a ocorrência de um grupamento, é o baixo preço da ação, o que implica um alto risco de volatilidade para esse ativo e, portanto, possui o potencial de tornar sua compra desinteressante. Por meio de grupamentos, reduz-se a volatilidade e aumenta-se a liquidez do ativo. No caso, como visto, sem prejudicar os investidores.

406. Se as ações estiverem em custódia, v.g., na Câmara de Ações, em D+3 ocorrerá o ajuste da posição acionária, adequação essa à qual se faz menção, no caso do aluguel de ações, item 7.2 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações²⁸⁰.

407. Dessa forma, a resposta para a aludida questão é direta: o tomador passa a deter, no problema mencionado, uma ação apenas e é uma ação que terá de ser devolvida ao doador.

408. E assim seria mesmo que não houvesse a regra supramencionada. Isso porque o Código Civil, em seu artigo 884 veda o enriquecimento sem causa, o que ocorreria se fossem devolvidas 1.000 ações após o grupamento.

²⁸⁰ Diz o citado dispositivo: Para os Eventos de Custódia em Ativos, a Câmara ajusta a quantidade de Ativos objeto do empréstimo proporcionalmente ao Evento de Custódia. A devolução dos Ativos objeto do empréstimo é efetuada com as quantidades ajustadas.

Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/>. Sítio consultado em 30.04.2016.

IV.3 Problema 3

409. O terceiro problema considerado, relativo ao conflito de interesses no aluguel de ações, reside no fato de que, uma vez se assumindo que o tomador das ações exerça o direito de voto, este pode dar-se de modo contrário aos interesses da sociedade, inclusive existindo a possibilidade de conluio com o doador (v.g., por meio do contrato de empréstimo diferenciado a que alude o item 4.2.2 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações).

410. A reflexão aqui proposta tem o intuito não só de aclarar a dúvida no que concerne ao funcionamento operacional do aluguel de ações, mas também tem o mérito de tratar, de modo pragmático, de um tema ainda áspero em nosso ordenamento.

411. Na lição de ADAMEK²⁸¹, “onde há poder, existe sempre a possibilidade de sua degeneração, do seu desvirtuamento, do seu emprego disforme a caracterizar abuso”. VERÇOSA, no mesmo sentido, ensina que:

No caso específico do art. 115 da LSA, trata-se do exercício do voto em geral, manifestado tanto pelo acionista minoritário quanto pelo controlador. (...). Todo direito deve ser exercido de forma regular e não abusiva. (...). Ora, o voto, como direito do acionista que o possua, segundo a espécie de ação de sua propriedade, também deve ser exercido de forma regular, e o parâmetro básico para medir a atuação do acionista neste sentido corresponde ao objeto da sociedade, para cuja realização aquele deve contribuir com seu voto nas deliberações societárias.

412. O caso colocado como problema é de ainda mais fácil visualização em sociedades de capital pulverizado²⁸², onde pequenas diferenças no percentual votante são absolutamente relevantes. Pode-se, portanto, imaginar esse cenário a fim de que as situações de abuso tenham um efeito prático mais táctil para o leitor.

413. O art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76 é claro ao afirmar que o voto exercido com o fim de prejudicar os interesses da companhia ou de outros acionistas é abusivo. Na expressão “outros acionistas” está contido o doador da posição acionária? Quer nos parecer que sim,

²⁸¹ Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 30. Em sentido similar ao defendido pelo autor, também aqui não se adota uma visão maniqueísta, nem tampouco se pretende defender o controle concentrado. Preferiu-se, apenas e tão somente, o exemplo mais didático.

²⁸² Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial...** Op. Cit., pp. 231.

posto que este em breve retornará ao seu *status*, possuindo interesse econômico na companhia mesmo na vigência do aluguel de ações, da mesma forma como o possuem os outros acionistas da companhia e que, como já citado, pode haver conluio doloso com o tomador.

414. Para a resolução do problema ora colocado, e, portanto, dos conflitos de interesses passíveis de ocorrência na vigência de uma operação de aluguel de ações são necessárias (ou, minimamente, frutíferas) algumas elucidações preliminares.

415. Para que se possa falar em conflito de interesses, é necessário que existam interesses. E estes podem ser conceituados como as relações existentes entre um sujeito, que possui uma necessidade, e o bem (em sentido lato) que é apto à sua satisfação, assim determinado em previsão normativa geral e abstrata²⁸³.

416. Esse bem²⁸⁴, a ação, possui aptidão para satisfazer, na vigência do aluguel, tanto necessidades do tomador, quanto do doador, cada um desejando maximizar sua riqueza. Não foi por outro motivo que o doador adquiriu as ações então disponibilizadas, nem, tampouco, por outra razão o tomador delas se apoderou.

417. Com efeito, tomador e doador realizam aluguel de ações porque possuem interesses com a operação. E quando esses interesses são incompatíveis, verifica-se o conflito, que poderá ser objeto de apuração pela CVM nos termos dos arts. 8º, inc. III, e 9º, inc. V, §§2º e 3º, ambos da Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

418. O conflito de interesses contido no art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76, tecnicamente, vem conceituado na doutrina da seguinte forma:

O conflito de interesses existe quando o interesse particular do sócio e o interesse social, este entendido como o interesse comum dos sócios, estão em situação contraposta ou antagônica. (...) A expressão 'contraposta ou antagônica' é usada porque, caso exista a possibilidade de coexistência não danosa entre os dois interesses díspares, não há que se falar em conflito de interesses. O interesse distinto pode ser complementar, não excludente. O conflito nasce no momento em que os interesses são mutuamente excludentes (ainda que em parte), em que um necessariamente prejudica o outro, e em que o acionista se volta para fora do círculo societário, no qual

²⁸³ Sobre o conceito de bem, cf. JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse...* Op Cit., pp. 3-5.

²⁸⁴ *Idem.*

está intimamente ligado a seus pares e aos destinos do empreendimento comum, para decidir o conteúdo de seu voto²⁸⁵.

419. Em outras palavras, o conflito de interesses se dá quando os interesses do acionista e os da companhia²⁸⁶ são “mutuamente excludentes”, e o voto é considerado abusivo quando vai de encontro aos interesses da companhia e aos de outros acionistas.

420. Cumpre indagar, ainda a título introdutório, se é possível a existência de conflito de interesses entre o tomador e o doador.

421. A primeira premissa para aferir a existência dessa possibilidade é a de que entre os investidores finais (tomador e doador) exista uma relação jurídica, uma vez que só pode haver conflito intersubjetivo entre entes que, de algum modo, relacionam-se. E, de fato, há.

422. A segunda premissa é que ambos tenham interesse²⁸⁷ (e legitimidade de exercício de interesse) sobre um objeto comum.

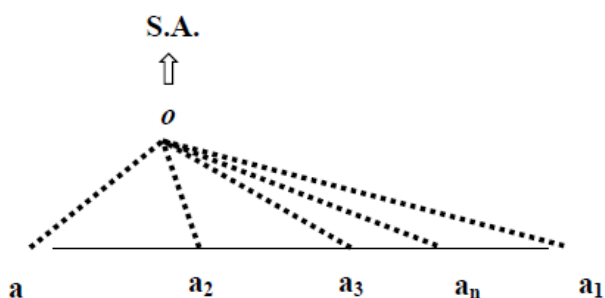
423. Para testar a ocorrência ou não dessa segunda premissa, socorremo-nos do diagrama elaborado por Erasmo Valladão Azevedo Novaes e FRANÇA²⁸⁸, por nós adaptado aos nossos objetivos:

²⁸⁵ Cf. REGO, Marcelo Lamy. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**...Op. Cit., pp. 421 e ss.

²⁸⁶ Aqui entendida como sociedade anônima de capital aberto.

²⁸⁷ Como ensina Gustavo Saad DINIZ que “o interesse é uma projeção de ânimo pessoal que qualifica objetos como necessários e oportunos à satisfação das necessidades para o progresso material [desejado por tomador e doador] e moral. É fato jurídico que pode compor as circunstâncias (relevantes) de negócios, assim como pode integrar a própria manifestação de vontade, produzindo efeitos jurídicos que perpassam a validade e a eficácia e podem passar ao campo do ilícito. Isso ocorre porque os atos e negócios jurídicos projetam efeitos para regular interesses humanos, de modo a aprisionar nas construções jurídicas as necessidades manifestadas pelas pessoas e intermediar potenciais colisões de interesses contrapostos ou concorrentes”. Cf. DINIZ, Gustavo Saad. *Conflitos de interesses na sociedade anônima*. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Tratado de direito comercial**. Vol. 4. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 97.

²⁸⁸ Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed., revista e aumentada. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 25.



424. No diagrama acima, o ponto “o” representa a posição acionária; os pontos “a” e “a₁” representam, respectivamente, o tomador e o doador; os pontos “a₂”, “a₃” e “a_n” representam os acionistas, tantos quanto forem²⁸⁹; o ponto “S.A.” representa a própria companhia emissora, da qual as ações “o” fazem parte e, por fim, as linhas pontilhadas representam os interesses passíveis de conflito.

425. E para se verificar a possibilidade de conflito basta que se responda mentalmente a algumas perguntas:

- i. É possível, de alguma forma que “a”, com seu voto, prejudique “S.A.” (intencionalmente, por exemplo)?;
- ii. É possível, de alguma forma, que “a”, com seu voto, prejudique algum (ou alguns) dos acionistas acima exemplificados (inclusive o doador)?; e
- iii. É possível que, de alguma forma, “a” vote a fim de angariar benefício particular (e não no interesse social, isto é, no interesse da companhia e, teoricamente, dos outros acionistas)?

426. A todas essas perguntas, a resposta positiva parece de fácil dedução. Contudo, ainda não foi completamente demonstrada nossa segunda premissa. O diagrama acima demonstra que, sim, há uma relação jurídica entre doador e tomador e que, sim, por haver uma relação jurídica, o voto proferido pelo tomador pode, sim, prejudicar o doador, assim como os demais acionistas e a própria companhia.

427. Não se pode esquecer que há um limite de ações possíveis de serem alugadas, *in casu*, 3% (três por cento) das ações em circulação, evitando-se, assim, *short squeezes*²⁹⁰; limite esse que tem por inspiração o quanto disposto na Instrução CVM n° 283/1998²⁹¹.

²⁸⁹ Daí a se usar “a_n”, conhecida referência matemática a um número desconhecido (mas conhecível) de termos.

²⁹⁰ Isto é, imagine-se que não houvesse limite para o percentual de ações em circulação que pudesse ser dado em aluguel. E, imagine-se nesse mesmo cenário, que a maior parte dos investidores de uma companhia petrolífera (imaginária) estivesse apostando na queda das ações dessa (imaginada) companhia; contudo, repentinamente,

428. A BM&FBOVESPA²⁹² é responsável pelo monitoramento diário dos percentuais envolvidos em aluguel de ações e pode encerrar as posições alugadas, fazendo-o de modo compulsório, se algum dos limites da Instrução CVM nº 283/1998 for desrespeitado.

429. Assim, o fato de o direito ao voto ser cedível, não significa que ele pode ser exercido de modo indiscriminado.

430. Contudo, muito embora possa o tomador votar de modo contrário ao interesse do doador, isso não torna seu voto viciado. Se, de fato, pode haver divergência entre os interesses de tomador e doador, isso não repercutiria, em princípio, na higidez do voto. Problema

advém uma notícia positiva para as operações dessa sociedade (v.g., a descoberta de novo poço para exploração, com suposto potencial de grande monta). Nesse contexto, é provável que os investidores tentem liquidar suas operações, recomprando as ações alugadas em um curto espaço de tempo (“short squeeze”). Esse movimento, concorrencialmente indesejável, pode proporcionar uma alta artificial do preço das ações no curto prazo. Assim dispõem os “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações”: “Os limites de concentração fixados para as operações de empréstimo de outros Ativos são divulgados no site da Câmara. Os limites são fixados com base nos Ativos em circulação no mercado (renda variável) ou na liquidez apresentada pelo Ativo (renda fixa). A Câmara poderá realocar, entre os mercados de Liquidação futura e de empréstimo de ativos, os limites estabelecidos para um Ativo em particular ou para todos os Ativos autorizados à negociação. Diariamente, o conjunto de posições em aberto é analisado de forma a se constatar se os limites de concentração estão sendo observados. A inobservância dos limites de concentração estabelecidos determina o encerramento compulsório dos empréstimos excedentes, podendo a Câmara, a seu critério, proibir o registro de novas Operações de empréstimo. A Câmara pode permitir o registro de Operações de empréstimo de Ativos que superem os limites de concentração acima estabelecidos, mediante prévia análise das características da Operação pretendida”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>>. Sítio consultado em 11.10.2015.

²⁹¹ Assim dispõem os arts. 2º a 4º da referida Instrução: Art. 2º “A entidade auto-reguladora deve prever, em seu regulamento de operações no mercado de liquidação futura, os métodos que utiliza para prevenir e corrigir situações que coloquem em risco o funcionamento regular e ordenado do mercado sob sua gestão, bem como controles internos que permitam a imediata verificação do cumprimento de suas determinações. Parágrafo único. Entidade auto-reguladora, para os fins desta Instrução, é a bolsa de valores, a bolsa de futuros, a entidade responsável por mercado de balcão organizado e a companhia de liquidação e compensação”. Art. 3º “Compete à entidade auto-reguladora: I – estabelecer, por mercado de liquidação futura: a) limites de posição e de contratos em aberto, considerando o total de valores mobiliários-objeto em circulação; b) limites de participação, por investidor, para cada série de opções, contrato ou mercado, com o objetivo de impedir que seja alcançado nível de concentração que coloque em risco o funcionamento regular e ordenado do mercado; c) limites operacionais por intermediário. II - divulgar ao mercado os limites de participação referidos no inciso I, comunicando-os, juntamente com os limites de posições e contratos em aberto, à CVM; III - verificar diariamente o grau de concentração no mercado de liquidação futura por ela administrado; IV - aplicar as medidas de desconcentração previstas em regulamento ao participante que venha a descumprir os limites fixados, comunicando-as imediatamente à CVM. Parágrafo único. Os limites de participação previstos neste artigo e os critérios de fiscalização devem ser ajustados entre as entidades auto-reguladoras interessadas, quando da existência de operações simultâneas com o mesmo valor mobiliário em dois ou mais sistemas de negociação, sem prejuízo da responsabilidade individual de cada entidade pela gestão do risco”. Art. 4º “Na ocorrência de situação emergencial, a entidade auto-reguladora pode adotar medidas não previstas em seus regulamentos, comunicando previamente à CVM o teor da decisão e sua justificativa”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst283.html>>. Sítio consultado em 07.10.2015.

²⁹² Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>. Sítio consultado em 07.10.2015.

haveria, como há numa situação acionária corriqueira, em um voto, qualquer que seja ele, que se dê em afronta aos interesses da companhia.

431. Se o tomador votar para prejudicar o doador, não se estará propriamente diante da hipótese do art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76, porque, no momento em que proferido o voto, acionista o doador não é. Pode, contudo, haver outra imputação de ato ilícito (arts. 186 e 187 do Código Civil), mas nada que vicie a deliberação assemblear.

432. Interessa-nos, sim, a hipótese em que tomador e doador, em conluio, orquestram-se para proferir voto que, não houvesse o aluguel de ações, seria proibitivo.

433. Antes, contudo, de se debruçar sobre essa forma de conflito de interesse, averiguar-se-á em que consiste o interesse social em relação ao qual deve ser orientado o voto.

IV.3.1 O interesse social na Lei Federal nº 6.404/76

434. Duas diretrizes principais de voto são dadas pela Lei Federal nº 6.404/76.

435. O acionista deve votar no interesse da companhia (art. 115); já o acionista controlador deve exercer o poder de controle de modo a fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, tendo deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham, e, ainda, “para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (art. 116), respondendo por abuso de poder (art. 117, §1º, *a, b e c*).

436. Acerca do interesse da companhia, cumpre colacionar a lição de Erasmo Valladão Azevedo Novaes e FRANÇA²⁹³:

A expressão interesse da companhia, constante do art. 115 da Lei 6.404, ou simplesmente interesse social (*strictu sensu*, bem entendido), tem sido interpretada pela nossa mais autorizada doutrina como o interesse comum

²⁹³ Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed., revista e aumentada. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 64-65.

dos sócios enquanto sócios²⁹⁴ (*uti socii*), para distingui-lo não somente da somatória dos interesses dos sócios *uti singuli*, mas também, como quer nos parecer, de eventual interesse comum que não diga respeito à sua condição de sócios (lembre-se, a propósito, a distinção acenada por Jaeger, no sentido de que, numa sociedade familiar, os sócios podem ter um interesse comum enquanto membros de uma mesma família, interesse este, contudo, que não diz respeito, necessariamente, à sua qualidade de sócios). (...). É da natureza do contrato de sociedade, como contrato plurilateral, outrossim, não obstante essa comunhão de escopo, a possibilidade de conflito de interesse individual dos sócios e o interesse comum, dada a eventual concorrência entre os sócios, mesmo durante a vida da sociedade, para obter maiores vantagens econômicas ou assumir o controle societário.

437. De rigor se assumir, portanto, que, se é verdadeiro que o tomador vota, fá-lo *uti socii*, e também *uti socii* deve observar em seu voto os interesses da companhia, não podendo, por óbvio, exercê-lo para prejudicar os outros acionistas.

438. Contudo, o doador também preserva, de certo modo, seu *status socii* (em forma de expectativa ao seu retorno), mesmo na vigência do aluguel de ações.

439. Tal afirmação pode ser feita com base em alguns dados: (i) o doador, respeitados os procedimentos operacionais da Câmara de Ações e as delimitações supracitadas, pode exercer a subscrição de novas ações emitidas pela companhia; (ii) o doador recebe, ainda que por reembolso, os frutos decorrentes das ações (v.g., juros sobre capital próprio, dividendos e bonificações) que deu em aluguel; (iii) de *lege ferenda*, defendeu-se aqui que o doador oriente o tomador quanto ao exercício do recesso.

440. O voto, como ensinado por ASQUINI²⁹⁵, é um *diritto a doppia faccia*: de um lado é compreendido como direito e interesse individual do acionista; de outro, é concedido ao acionista no âmbito do interesse social.

441. Cumpre-nos questionar: o tomador está atrelado ao interesse social? Sim, se quiser exercer o direito de voto.

²⁹⁴ Desse modo, para o acionista “não controlador”, a Lei Federal nº 6.404/76 adotou um viés contratualista, o mesmo não se repetindo quanto ao controlador, em relação ao qual a Lei de Sociedades por Ações adotou um viés institucionalista.

²⁹⁵ Cf. ASQUINI, Alberto. *I batelli del Reno*. In: *Rivista delle Società*, nº 04. Milão: Giuffrè Editore, 1959, pp. 617-633 (631).

442. E isso porque o art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76 é claro ao determinar que “o acionista deve exercer o voto no interesse da companhia”. Isto é, quer tomador, quer acionista “proprietário”²⁹⁶, controlador ou não, existe uma obrigação legal de perseguir o interesse social.

443. Tanto assim o é que nem mesmo os acordos de acionistas isentam seus signatários de eventual responsabilidade (art. 118, §2º²⁹⁷, da Lei Federal nº 6.404/76), de modo que o interesse social funciona como verdadeiro filtro²⁹⁸ do caráter abusivo ou não do voto.

444. Ora, se com o fenômeno do aluguel de ações o tomador vota, deve ser revista a lição de Fran MARTINS²⁹⁹, para quem a regra do art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76, conquanto aplicável a majoritário e minoritário, beneficia este em muito maior medida, ficando ele “amparado contra os possíveis abusos praticados pelos acionistas majoritários resultantes de atos que tragam benefícios apenas para esses”.

445. Num contexto de dispersão acionária³⁰⁰ (ainda que atualmente não seja o modelo predominante do país) e de uma tendência crescente do aluguel de ações (movimento já verificado entre nós), o abuso de minoria é uma realidade em potencial, para a qual não é dado vender os olhos. Na lição de Bruno ROBERT³⁰¹, “a preocupação fundamental do direito com relação às hipóteses de transferência do exercício do voto é a possibilidade de responsabilização por abusos praticados no exercício daquele direito”.

²⁹⁶ No sentido de que não terá que devolver as ações a outrem após determinado prazo.

²⁹⁷ Diz a Lei de S.A.: Art. 118. “(...) §2º Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117)”. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 13.10.2015.

²⁹⁸ Nesse sentido, cf. SAINTOURENS, Bernard. *La flexibilité du droit des sociétés*. In : *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, nº4. Paris : Dalloz, 1987, pp. 482-484.

²⁹⁹ Cf. MARTINS, Fran. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. 2. Tomo I. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984, pp. 77-78.

³⁰⁰ “Com o surgimento das companhias com capital disperso, na prática societária brasileira, a partir de 2006, notadamente no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, o instituto do acionista controlador de um lado (art. 116 e 117), e a do acionista minoritário, de outro, desaparecem, na medida em que, pela dispersão de capital, não mais se logra configurar um acionista (art. 116) ou um grupo deles (art. 118) que alcance, permanentemente, a maioria absoluta de ações votantes, que é requisito necessário para o exercício do poder de controle. (...) Assim, pela ausência de controlador, todos os acionistas da companhia com capital disperso passam a equivaler-se ante a companhia e entre eles próprios, ao exercerem e ao responderem como titulares do direito de voto. Passam todos à mesma situação jurídica. E, por isso, são denominados acionistas comuns e não mais controladores e minoritários. Isto porque os seus direitos são comuns, as suas responsabilidades também comuns. Todos respondem pelo exercício abusivo de voto e nenhum pelo dever de voto (controladores)”. Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas. 2º Volume...** Op. Cit., pp. 506.

³⁰¹ Cf. ROBERT, Bruno. **Direito de voto...** Op. Cit., pp. 242.

446. Ao se concretizar o aluguel de ações tem-se o “momento do nascimento da vida societária para o acionista³⁰²” tomador. No mesmo sentido, é clara a posição jurídica do direito alemão, ao denominar sua situação de *Mutterrecht*³⁰³ (“mãe dos direitos”), aplicável inteiramente a essa espécie.

447. Tal entendimento se filia, sem maior esforço exegético, ao disposto no art. 1.001 do CC/02, segundo o qual “as obrigações dos sócios começam imediatamente com o contrato, se este não fixar outra data”.

448. Com efeito, entregues as ações ao tomador, este passa a ter de se comportar como acionista que passou a ser, ainda que transitoriamente³⁰⁴. O voto, nesse sentido, é fundamental “para a preservação e materialização dos direitos que são fundamentais para a existência da sociedade³⁰⁵”. Assim, mesmo que não mencionado no art. 109 no rol dos direitos essenciais, é nítido que o direito de voto está inserido no contexto do §2º do mesmo art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76.

449. Frise-se: o voto não é essencial porque inderrogável. Tanto não o é que são emitidas ações preferenciais sem esse direito. Isso não significa, contudo, negar sua inerência à qualidade de sócio. Justamente ante essa relevância que prejuízos ou ilegalidades perpetrados por meio do direito de voto são sancionados no âmbito do direito societário.

450. E nesse contexto é necessário entender o significado e a extensão da expressão “voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas”, constante do art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76.

³⁰² Cf. ROBERT, Bruno. A dissociação entre o exercício do direito de voto e o estado de sócio no mercado de capitais – o caso do empréstimo de ações. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e (coord.). **Direito societário contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, pp. 48.

³⁰³ Cf. WIEDEMANN, Herbert, HOPT, Klaus. *Aktiengesetz: Grosskommentar*. 6º Volume - §§ 150 – 220. 4ª ed., revista e atualizada. Berlin: De Gruyter Rechtswissenschaften Verglags-GmbH, 2006, pp. 293.

³⁰⁴ Tanto assim o é que, em 08.11.2006, ao Colegiado da CVM determinou que a Superintendência de Relações com Empresas fizesse o seguinte esclarecimento ao mercado: “considerando as recentes consultas formuladas por investidores (vide Comunicado ao Mercado de 23/10/2006), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) esclarece que o investidor ou grupo de investidores **que atinja, ainda que por meio de propriedade de ações adquiridas por empréstimo, participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve proceder à publicação e envio à CVM da Declaração prevista no artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02**”. Grifos nossos. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2006/20061108-1.html>>. Sítio consultado em 15.10.2015. Referido dispositivo determina que, sempre que uma pessoa ou grupo de pessoas adquira tal posição acionária, comunique imediatamente a companhia informações relacionadas, v.g., à aquisição das ações, sua identidade, posição acionária e objetivo de alterar ou não a estrutura de controle da companhia.

³⁰⁵ Cf. ROBERT, Bruno. **A dissociação...** Op. Cit., pp. 51.

451. E a necessidade de tal compreensão decorre do fato de que o único posicionamento formal emitido pela CVM é o de que a apuração de eventual irregularidade no exercício do direito de voto proferido no âmbito de operação de aluguel de ações deve ser feita caso a caso³⁰⁶.

452. Se, de um lado, o art. 115 da Lei de S.A. quis regular a proteção ao acionista enquanto sócio (que vota no interesse da companhia), de outro também não foi permissivo com o conflito de interesses e com o abuso de direito. Nesse sentido, José Edwaldo Tavares BORBA³⁰⁷ esclarece que:

O voto abusivo envolve sempre um elemento subjetivo – o dolo – caracterizando-se pela intenção deliberada do acionista de causar dano à companhia ou a outros acionistas ou de obter vantagem indevida para si próprio ou para terceiros, em detrimento da companhia ou outros acionistas. O voto conflitante é o que coloca o acionista em situação de conflito de interesse com a companhia, configurando uma colocação inteiramente objetiva. Ou seja, se o acionista, em dada matéria, tem interesse pessoal diverso do da companhia, estará, *ipso facto*, impedido de votar.

453. De modo semelhante, o Direito alemão, no §243, 2, do *Aktiengesetz* (AktG), firmou orientação no sentido de se determinar a anulação da deliberação quando o acionista tentar obter (“*zu erlangen suchte*”), por meio do voto, para si ou para outrem, vantagens particulares em detrimento da companhia ou de outros acionistas e a decisão tomada atinge tal fim³⁰⁸.

³⁰⁶ Válido conferir, a esse respeito, o entendimento da CVM no Processo CVM RJ 2006/7166, sobretudo o Memo/CVM/SEP/GEA-4 099/2006, no sentido de que “Deste modo, com base nos elementos constantes dos autos do presente processo, não há indícios que permitam concluir que a Companhia venha praticando o aliciamento de votos de seus acionistas. Ademais, segundo nossos registros, verificamos inexistirem outras reclamações de acionistas tratando deste assunto”. Referido documento trata de reclamação de acionista minoritário contrário ao entendimento de que se haveria de reconhecer a validade do voto que fosse exercido por tomador de empréstimo. E isso porque o aluguel de ações traz um claro “decolamento” entre o outrora titular da ação (que não mais as possui), e o atual detentor do *status socii*, que exercerá o direito de voto. Nesse contexto, como adverte Bruno ROBERT, parece temerário deixar a coação e a sanção, nas hipóteses de abuso (de que nós trataremos nesse capítulo) “a cargo apenas das regras que disciplinam o exercício abusivo do voto pelos titulares das ações”. Vale dizer: ante operações como o aluguel de ações, a regra do art. 115 da Lei de S.A. é suficiente? Cf. ROBERT, Bruno. **A dissociação...** Op. Cit., pp. 67.

³⁰⁷ Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 338-340.

³⁰⁸ Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses (parecer). In: **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, pp. 9-27.

454. Nessa hipótese, cabe ao juiz verificar a ocorrência ou não de conflito de interesses, fazendo-o por meio da apuração do conteúdo da deliberação³⁰⁹. Isto é, trata o §243, 2, do AktG do voto abusivo.

455. Diferentemente, o §136, I, do AktG traz hipóteses taxativas de conflito de interesses, de modo similar ao nosso art. 115, §1º, da LSA. Nessas hipóteses, o voto é inválido³¹⁰, e a deliberação anulável, se preponderar o resultado em que se orientou aquele que estava proibido de votar.

456. Não só na Alemanha e no Brasil, mas também na Itália, o conflito de interesses se verifica *in re ipsa* e, “não requer prova alguma do perigo de dano à sociedade no caso em que os administradores tenham votado e seu voto tenha preponderado [e estavam proibidos de fazê-lo]³¹¹”.

³⁰⁹ Nesse sentido, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflitos de interesse...** Op. Cit., pp. 82.

³¹⁰ Como explicita ADAMEK, “tanto no regime da Lei das S.A. como também no Código Civil, são inválidos os votos conflitantes e os abusivos, pois: (1º) a invalidade desses votos resulta, na espécie, da ilicitude do seu objeto (CC, art. 166, II), na medida em que tais votos contrastam com o dever societário de lealdade (em cujo contexto se inclui também a repressão aos atos conflitantes) e são, como tais, ilícitos (CC, art. 187); (2º) a invalidade do voto conflitante no regime do Código Civil, portanto, não decorre da só contravenção a regra proibitiva (CC, art. 166, VII), mas, antes de tudo, da sua ilicitude, vício para o qual não há modulação possível (CC, art. 166, II), da mesma forma como não há para o voto abusivo, para o qual nem foi prevista sanção alternativa; (3º) o primado da boa-fé objetiva (CC, art. 422), do qual descende o dever societário de lealdade, permite que se encontre a sanção melhor adaptada ao caso concreto, dando-se eficácia à regra de ilicitude situada, derivada dos meios (ou dos modos) pelos quais o direito é exercido (CC, art. 187); e, por fim, (4º) a invalidação não deixa de ser, em certa medida, uma reparação em espécie do dano causado pelo voto conflitante ou abusivo: “em todos os sistemas jurídicos”, destacam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “a sanção primeira e básica do abuso do direito no exercício do direito de voto é a anulação da deliberação da assembleia geral, que os autores chama de ‘reparação in natura’”. A conclusão impõe-se, ainda quando se queira sustentar, sem razão, que o voto não seria negócio jurídico propriamente dito, e, sim, ato de outra espécie, pois, mesmo que assim fosse, a disciplina geral da invalidade dos negócios jurídicos se aplica aos demais atos jurídicos (CC, art. 185) e, por maior razão, aos atos jurídicos ilícitos. Vale ainda acrescentar que, noutros países, a invalidade do voto colidente com o dever societário de lealdade é inquestionável e, inclusive, o standard tem sido utilizado em substituição às regras que exigem prova da intenção do agente. Os votos conflitantes ou abusivos são, pois, nulos. Diversamente, a deliberação tomada pela maioria formada por aqueles votos é apenas anulável, e sua invalidade relativa será eventualmente pronunciada por reconhecimento da nulidade dos votos abusivos ou conflitantes: a explicação para essa solução – que, na lei acionária, encontra-se positiva (LSA, art. 115, §4º, 1ª parte) – está em que, se a maioria exigida não foi validamente obtida, terá então havido violação das regras legais de quórum, que levam apenas à anulação da deliberação”. Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de minoria...** Op. Cit., pp. 343-347.

³¹¹ Trata-se da interpretação de GALGANO da regra do art. 2.373 do Código Civil Italiano, segundo o qual “a deliberação aprovada com o voto determinante daqueles que tenham, por conta própria ou de terceiros, um interesse em conflito com aquele da sociedade é impugnável na forma do art. 2.377 se puder [tiver o potencial de] ocasionar dano. Os administradores não podem votar nas deliberações concernentes à sua responsabilidade. Os componentes do conselho de administração não podem votar nas deliberações concernentes à sua eleição, destituição ou responsabilidade”. Tradução livre. No original: “1. La deliberazione approvata con il voto determinante di coloro che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell’art. 2377 qualora possa recarle danno. 2. Gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. I componenti del consiglio di gestione non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza”. Cf. NOVA, Giorgio di. **Codice Civile e leggi collegate**. Bologna: Zanichelli, 2011, pp. 375-376; e, GALGANO,

457. A lei brasileira possui inegável inspiração³¹² no Direito alemão de 1965, comportando o binômio abuso-conflito.

458. Esse raciocínio é bem representado no voto proferido pela Diretora Norma Jonssen Parente no Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ 2002/1153. Em seu voto, afirmou que:

2. Da acepção da palavra abuso (da latim *abusu*) tem-se a exata noção do sentido da expressão voto abusivo. Isto porque esse vocábulo significa mau uso, uso errado, excessivo ou injusto. Ora, é evidente que para alguém abusar de alguma coisa é necessário que, ao menos, tenha tentado exercer algum poder sobre esta. 3. Posto o antecedente lógico, fica fácil visualizar que o voto abusivo somente pode ser detectado ex post, ou seja, após sua emissão, confrontando-se o seu desiderato com os fins legais. 4. Assim, para que o voto seja considerado abusivo, segundo os termos da lei (art. 115 da Lei nº 6.404/76), o fim pretendido deve ser o de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Todas as espécies de voto abusivo se resumem nas máximas, admitidas em direito, *neminem laedere e suum cuique tribuere* que vedam as formas de enriquecimento sem causa e/ou com prejuízo de terceiros. 5. Para caracterizar o abuso mister é analisar, de maneira detida, o teor e as implicações do voto. Com base no princípio da boa-fé, presume-se que o acionista, ao exercer o seu poder, age em favor dos interesses sociais, fazendo com que o ônus da prova recaia sobre os que entendem ser a sua conduta abusiva. Neste caso há, necessariamente, uma avaliação substancial do voto ‘a posteriori’. (...). [De outro lado,] o conflito de interesses é meramente formal, constatado a priori³¹³.

459. Resta entender se, mesmo tendo transitariamente o doador “perdido” o *status socii*, assim deve ser considerado para o fim do art. 115 da Lei Federal nº 6.404/76.

Francesco. *Le società per azioni*. In: *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*. Vol. 7. Padova: CEDAM, 1984, pp. 231. GALGANO ainda adverte que o juiz não deverá entrar no mérito da deliberação, mas sim se limitará a analisar a posição do interesse com que exercido o voto. Afirma, textualmente, que “o juiz se limita a constatar que o direito de voto fora exercido pela maioria para realizar um interesse particular desta, estranho à causa do contrato de sociedade”. Tradução livre. No original: “*Il giudice si limita, invece, a constatare che il diritto di voto è stato esercitato dalla maggioranza per realizzare interessi particolari di questa, del tutto estranei alla causadel contratto di società*”. GALGANO, Francesco. *Le società*...Op. cit., pp. 234. O raciocínio de GALGANO, a nosso ver, é perfeitamente aplicável às situações de abuso de minoria.

³¹² Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflitos de interesse**... Op. Cit, pp. 88.

³¹³ Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf>. Sítio consultado em 17.10.2015.

460. Como constante supra, no caso do aluguel de ações, parece-nos que se trataria não da hipótese do art. 115 da Lei de S.A., mas sim do art. 187³¹⁴ do CC/02. Como bem assinala CARVALHOSA³¹⁵, são requisitos para a configuração do abuso de direito como ato ilícito:

(i) a conduta do titular de um direito subjetivo – legal ou contratual, (ii) o exercício desse direito de forma emulativa, em desacordo com o fim social ou econômico do direito subjetivo constituído, (iii) visando a proveito próprio a que não faz jus, notadamente de enriquecimento ilícito, e o (iv) efeito lesivo material e atual da prática abusiva.

461. Note-se que não é todo e qualquer voto que vá contra os interesses do doador que poderá ser colocado em cheque em juízo. Do contrário, qualquer voto emitido pelo tomador das ações seria questionável e não haveria razão de ser para o exercício do voto por parte do tomador na operação, o que desestimularia sua ocorrência.

462. Vale dizer, a lei considera, na avaliação da conduta, o *desvio de finalidade*³¹⁶. Se, portanto, o voto for proferido em abuso de direito, v.g., com o fito direto de causar prejuízo à companhia ou a outro(s) acionista(s) – inclusive o doador –, deve o votante responder por perdas e danos.

463. A esse título, EIZIRIK³¹⁷ ensina que:

O voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou aos demais acionistas é aquele ditado pelo espírito da emulação, no qual o acionista busca unicamente prejudicá-los. Também se considera abusivo o voto mediante o qual o acionista visa a obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte ou possa resultar prejuízo para a companhia ou para os outros acionistas. No caso, o voto constitui, ao mesmo tempo, uma distorção dolosa da sua finalidade – o interesse social – e uma conduta voltada à obtenção de vantagem individual ilegítima.

464. O uso da conjunção alternativa “ou” no texto legal revela que basta uma dessas situações (contrariedade aos interesses da companhia e/ou aos dos acionistas) para que o voto seja considerado abusivo.

³¹⁴ “Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Sítio consultado em 14.10.2015.

³¹⁵ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas – 2º Volume...** Op. Cit., pp. 499-500.

³¹⁶ Nesse sentido, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflitos de interesse...** Op. Cit, pp. 88. Em sentido contrário, entendendo que no voto abusivo não é considerado o aspecto subjetivo, cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas. 2º Volume...** Op. Cit., pp. 500.

³¹⁷ Cf. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada.** Volume I... Op. Cit., pp. 655.

465. O problema por nós sugerido, contudo, é um problema clássico de hipótese de proibição do voto³¹⁸, que, no caso, estaria a ser contornado por meio de manobra de dois investidores.

466. Não é demais relembrar que o art.10 da Instrução CVM nº 441/2006 é literal ao dispor que não se estabelece “qualquer vínculo entre os mutuantes e os tomadores de empréstimo”.

467. O destaque é proposital, uma vez que a prova de que houve um ajuste doloso entre tomador e doador, excetuando-se a hipótese de contrato de empréstimo diferenciado que *verse* sobre o voto, é de notória dificuldade, mais uma vez se destacando a importância de dispositivos como o art. 9º, I e II da Instrução CVM nº 441/2006 e o art. 1º, §1º, II, da Instrução CVM nº 541/2013.

468. Em princípio, não existindo vínculo entre tomador e doador, o tomador é livre para votar como quiser. Com efeito, se o tomador pode inclusive alienar as ações sem qualquer ingerência do doador (lembrando-se que o *short selling* é o motivo pelo qual a operação é realizada na maioria das vezes), pode também votar como melhor lhe aprouver.

469. Tem-se, então, de analisar o aluguel de ações à luz do art. 115, §1º, da Lei Federal nº 6.404/76. Antes, contudo, é imperioso se debruçar sobre o próprio sentido de referido dispositivo, para depois compreender se a condição de “tomador” possui alguma consequência prática ou se aqui apenas se deve resolver a controversa questão do benefício particular.

470. Como já sinalizado, nossa lei societária teve inspiração nos ordenamentos jurídicos alemão e italiano. Basta, para comprovar essa assertiva, comparar as hipóteses contempladas pelo art. 115, §1º, da Lei de S.A. com os §§ 136 e 243, 2, do AktG e com os arts. 2.373 e 2.377 do *Codice Civile Italiano*.

471. O art. 115, §1º, da Lei de S.A. dispõe que:

³¹⁸ Se sequer nas hipóteses mais conhecidas de conflitos de interesses, a nosso ver, houve estudos suficientes com demonstrações de casos práticos, quiçá se verificou alguma reflexão a respeito do aluguel de ações.

Art. 115. (...) §1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia³¹⁹.

472. De idêntico modo, os arts. 2.373 e 2.377 do *Codice Civile Italiano* trazem o *divieto di voto*, proibindo o administrador de votar em questões que sejam de seu próprio interesse. A parte “1” do art. 2373, por sua vez, trata do benefício particular³²⁰, ainda que isso esteja implícito em sua redação.

473. De forma um pouco mais direta, o § 136, I, do AktG, traz hipóteses de proibição do voto, similarmente ao que faz o art. 115, §1º, da Lei de S.A., proibindo o voto quando, v.g., o acionista deva deliberar sobre suas próprias contas (“*zu entlasten von einer Verbindlichkeit*”³²¹).

474. Por sua vez, o §243, 2, fora assim traduzido por LEÃES³²²:

A anulação pode também esteiar-se no fato de um acionista tentar obter, pelo exercício do seu direito de voto, para si ou para terceiros, vantagens particulares em detrimento da sociedade ou de outros acionistas e a decisão é idônea a servir a esse escopo.

475. Ora, tanto na Alemanha, quanto na Itália, bem como aqui, as hipóteses concernentes à aprovação de contas e julgamento de responsabilidade do administrador são claramente de proibição do voto.

³¹⁹ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Sítio consultado em 20.10.2015.

³²⁰ Cf. GALGANO, Francesco. *Le società*... Op. Cit., pp. 230. Diz o autor: “se, não obstante a proibição, o acionista vota, e se seu voto fora determinante para fins de cálculo da maioria assemblear (assim dita ‘prova de resistência’), então assume relevo o modo com o qual votara: se o sócio sacrificou o interesse pessoal ou o interesse social, ou se realizou um sopesamento de um e do outro, suscetíveis de causar dano à companhia”. Tradução livre. No original: “*Se, nonostante il divieto, egli vota, e se il suo voto è stato determinante agli effetti del calcolo della maggioranza assembleare (cosiddetta “prova della resistenza”), allora assume rilievo il modo con il quale ha votato: se il socio ha sacrificato l’interesse personale o quello sociale o se ha realizzato un contemperamento dell’uno e dell’altro, tale da non nuocere alla società*”.

³²¹ Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>>. Sítio consultado em 20.10.2015.

³²² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Conflito*... Op. Cit., pp. 24.

476. Dito isto, passemos ao problema proposto: é cediço que, sendo o doador administrador e alugando parte de suas ações, quanto às ações que com ele remanescerem não poderá votar em deliberação que diga respeito à aprovação de suas contas como tal.

477. Assim não o é, contudo, em relação às ações alugadas. Como lembra Marcelo Lamy REGO³²³, “o sujeito que manifesta a vontade por meio do voto é o titular da ação, e não a ação”. Desse modo, se enquanto vigente o aluguel, o tomador é considerado o titular da ação, poderia se imaginar que não é a ele extensível o *divieto di voto*³²⁴ e legítima seria a deliberação assemblear.

478. Incumbirá à companhia e/ou aos acionistas interessados fazer a prova de que houve abuso de direito ou até mesmo simulação. Tendo ocorrido voto abusivo ou simulação (ou ambos), a hipótese é de anulação da assembleia, como delineado supra.

479. Assim, também nesse caso será possível mover ação de acerto (e nesse caso caberá ação declaratória assemblear positiva, afastando o magistrado apenas o voto viciado e verificando se a deliberação ainda se sustenta³²⁵). Chama-se a atenção para o fato de que, muito embora a assembleia possa ser anulada e possa ser movida pretensão de perdas e danos em face do acionista que tenha falhado com seus deveres societários, a legislação brasileira não vai além.

480. Para fim de comparação, em Portugal, o art. 45, 1 do Código das Sociedades Comerciais prevê que “o erro, o dolo, a coação e a usura podem ser invocados como justa causa de **exoneração** [do responsável] pelo sócio atingido ou prejudicado³²⁶”.

481. A sugestão que se faz, aplicável não só ao aluguel de ações, como a toda a vida societária das companhias, é que se dê fiel cumprimento ao disposto no art. 9º, inc. I, da Instrução CVM nº 441/2006, por meio de um estreitamento de relações (por meio de um

³²³ Cf. REGO, Marcelo Lamy. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**... Op. Cit., pp. 380.

³²⁴ DINIZ fala em suspensão de exercício de voto nos casos de evidente conflito de interesses, como no exemplo dado, em que se cuida da aprovação de contas como administrador. O autor lembra ainda, que o §136, Abs.1, da AktG prescreve para tal hipótese, sanção de *exclusão* do direito de voto. No exemplo, o aluguel de ações seria um meio de burlar esse comando legal. Cf. DINIZ, Gustavo Saad. *Conflitos de interesses*... Op. Cit., pp.106-108.

³²⁵ Nesse sentido, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Ação de acerto*... Op. cit., pp.287-288.

³²⁶ Cf. DINIZ, Gustavo Saad. **Conflitos de interesses**... Op. Cit., pp. 115. Grifos nossos.

maior *disclosure*) entre o controlador (ou o Conselho de Administração, caso se trata de companhia de capital pulverizado) e os demais acionistas

482. Do *status socii* (art. 109, §2º da Lei Federal nº 6.404/76) e do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais (art. 109, inc. III, da Lei de S.A.) decorre um direito coletivo de informação³²⁷ à semelhança do disposto no art. 116-A da mesma lei.

483. Ora, se há um direito coletivo de informação, e a Instrução CVM nº 441/2006 obriga que as entidades intermediadoras do aluguel de ações mantenham registros que permitam a qualquer tempo a identificação de tomadores e doadores, não deveria haver qualquer óbice à verificação de resultado prático para sanção da manobra descrita no problema aqui tratado.

484. Houvesse mútua colaboração entre as instituições intermediadoras³²⁸ e as companhias emissoras, mitigar-se-iam os conflitos de interesses e mais provável seria a verificação de algum resultado em possíveis ações de acerto.

485. Quanto à deliberação, será anulável por ação própria (ação de acerto) com prazo prescricional de 2 (dois) anos, *ex vi* do art. 286 da Lei Federal nº 6.404/76.

486. No que concerne à ação de acerto, objetiva e válida a lição de ADAMEK³²⁹:

As ações genericamente conhecidas por “ações de invalidação de deliberação assemblear” – gênero ao qual pertencem as ações anulatórias e as “declaratórias de nulidade”, nas quais se discutem vícios da assembleia, da deliberação ou do voto – outro efeito não têm senão levar à eliminação do ato.

³²⁷ Acerca do direito coletivo de informação, cf. SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. 4ª Ed. Munique: Heymanns, 2002, pp. 628.

³²⁸ Para KÜMPEL, “o banco precisa estar organizado de modo que na prestação de serviços relativos a valores mobiliários os conflitos de interesse entre ele e o cliente **ou entre diferentes clientes** sejam reduzidos na maior medida possível”. Cf. KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais...** Op. Cit., pp. 213. Grifos nossos. Na Lei sobre Negociação de Valores Mobiliários alemã (*Wertpapierhandelsgesetz - WpHG*), trata-se de obrigação de dos *brokers*, positivada no § 33, I, 4, do WpHG, que afirma que devem haver mecanismos eficazes com medidas adequadas ao combate/prevenção dos conflitos de interesse na prestação de serviços de investimento (“*Vorkehrungen für angemessene Maßnahmen treffen, um Interessenkonflikte bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen*”). Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>>. Sítio consultado em 10.11.2015.

³²⁹ Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Ação de acerto de deliberação assemblear. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 280. Imperioso notar que a sentença proferida na ação de acerto tem o condão apenas de anular a deliberação atacada, mas não é o juiz apto a proferir outra em seu lugar. Mesmo que se pudesse, remotamente, pensar em uma sentença declaratório-constitutiva, proferindo o juiz a deliberação que prevaleceria no lugar da anulada, o registro da deliberação assemblear em ata é fator de eficácia indispensável.

487. Tendo o voto sido ajustado, presume-se uma responsabilidade compartilhada, ainda que não necessariamente solidária (art. 265 do Código Civil). Assim ocorrido, e sendo a ação movida apenas em face do tomador, nítido que este teria direito de regresso em face do doador.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

488. Como se procurou demonstrar, o aluguel de valores mobiliários, notadamente o aluguel de ações, possui um rol de elementos próprios que, em parte, decorrem da complexidade da operação e, em parte, da própria natureza do bem trasladado.

489. A operação não só possui estrutura complexa, como seu exame hermenêutico no que tange ao Direito positivo também não é tarefa simplória: ao contrário, a Instrução CVM nº 441/2006 e os ditos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)” não respondem a todas as indagações que podem advir da operação.

490. Esse relativo laconismo da regulamentação legal é apto a suscitar uma série de dúvidas acerca da operação, como o tratamento a ser conferido ao direito de recesso, ocorrido no caso das “Companhias Oi”, precedente no qual o presente trabalho se inspirou para tentar trazer alguma luz ao tema.

491. Mas não só. Como aqui demonstrado, o aluguel de ações suscitou debates até mesmo sobre o que ele significaria no âmbito da validade, a fim de se encontrar um regime jurídico adequado para completar as lacunas existentes em sua regulamentação específica.

492. Muito embora a posição da maioria doutrinária seja a de que de mútuo se trata, o presente trabalho buscou demonstrar que o aluguel de ações é muito mais complexo³³⁰ que o mútuo como regulado no Código Civil, notadamente pela série de direitos e obrigações que irradiam da titularidade de uma posição acionária e pelo próprio parcial recorte de direitos feito pelos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Ações”.

493. Dessa forma, pareceu imprescindível tratar, não de modo exaustivo, mas o tanto quanto possível, do modo de exercício dos direitos essenciais elencados no art. 109 da Lei Federal nº 6.404/76, também de outras prerrogativas que, embora não listadas como essenciais no referido dispositivo, são de suma importância na vida das minorias societárias: o

³³⁰ Na lição de ASCARELLI, sempre atual: “O Direito evolve, às vezes, lenta, mas continuamente; os novos institutos não surgem de improviso, mas se destacam, às vezes, aos poucos do tronco de velhos institutos que sem cessar se renovam, preenchendo novas funções”. Cf. ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945, pp. 101.

direito de prioridade em oferta pública (*tag along*) e o direito de voto, cujo exame serviu de caráter introdutório para a tratativa de duas questões contíguas que são de difícil solução em nosso ordenamento: o conflito de interesses e o voto abusivo, notadamente, o abuso de minoria.

494. Tratar do conflito de interesses e do voto abusivo não só possui o condão de tentar contribuir para essa polêmica questão do direito societário, mas também de aprofundar as reflexões a respeito do aluguel de ações no plano da eficácia.

495. Muito embora existam poucos precedentes a respeito do aluguel de ações em nosso ordenamento, a experiência estrangeira, consubstanciada através de fenômenos como o *overvoting* e os *strike suits*, tem demonstrado que a operação possui riscos, que podem ser mais suscetíveis de ocorrência com uma regulamentação lacônica como a de nosso Direito positivo.

496. E justamente ante tal laconismo, buscou-se, por fim, quando tratamos do conflito de interesses e do voto abusivo (donde se insere o abuso de minoria), conferir as soluções a serem dadas de modo pragmático, inclusive as sanções imputadas a quem provoque tais litígios societários.

497. A busca por tais respostas toma maior importância num viés comercial do mercado de capitais, na medida em que se trata de uma operação crescente em nosso ordenamento e, portanto, demanda segurança jurídica.

498. A lição de ASCARELLI³³¹, proferida na metade do século passado, é ainda lapidar e aplicável ao aluguel de ações, operação *nova* regulada por um sistema ao qual vem tentando se amoldar (e, por isso, suscitando lides, como o caso das “Companhias Oi”):

A satisfação das novas exigências, já se verifica, às vezes, lenta e gradualmente, de modo a não comprometer a continuidade do sistema e a certeza da norma jurídica aplicável. As novas necessidades são, então, satisfeitas, mas não o são com os velhos institutos. (...) A nova função vive dentro da velha estrutura, e assim se plasma, enquadrando-se nos sistemas.

³³¹ Cf. ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas...** Op. Cit., pp. 101-102.

499. Mesmo na velha estrutura, o problema do conflito de interesses e do abuso de minoria, conquanto brilhantemente tratado por Erasmo Valladão Azevedo Novaes e FRANÇA e Marcelo Vieira Von ADAMEK, entre outros, remanesce. Daí a se destacar, mais uma vez, a importância de se debruçar sobre tal tópico, mormente ante uma operação de grande complexidade estrutural, como o é o aluguel de ações.

500. A nosso sentir, deveria a Instrução CVM nº 441/2006 e os Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações) terem regulado também o direito de voto e os possíveis abusos.

501. É justamente para que se tente evitar, na feliz expressão de ADAMEK³³², *la tyrannie des faibles*, que o presente trabalho buscou disciplinar tanto o voto em conflito de interesses quanto o voto abusivo no que concerne ao aluguel de ações.

502. Nesse ínterim, entende-se recomendável – por ser mais seguro à companhia, ao doador e aos outros acionistas – que se entabulem contratos de empréstimo diferenciados, ajustando o direito de voto.

503. Dessa forma, evitar-se-iam alguns problemas: (i) primeiramente, tornar-se-ia mais fácil a persecução processual em caso de voto abusivo ou proferido em conflito de interesses; (ii) em segundo lugar, nessa forma de aluguel de ações, certamente haveria identificação de tomador e doador, dando cumprimento à exigência do art. 9º, inc. I, da Instrução CVM nº 441/2006; (iii) havendo orientação do voto, as hipóteses de recesso provavelmente também acabariam por seguir o desejo do doador das ações.

504. O dever de lealdade se aplica não só aos administradores e controladores, também se aplica, em sua devida proporção, aos tomadores que *transitoriamente* exerçam direitos políticos e patrimoniais tomados do doador.

505. Muito embora o direito positivo pátrio tenha procurado disciplinar uma operação notavelmente interessante, parece ter deixado lacunas que, caso não preenchidas, não terá o

³³² Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de minoria...** Op. Cit., pp. 30.

condão de conferir toda a segurança jurídica necessária ao mercado de capitais, inclusive no que diz respeito à atração de capital estrangeiro.

506. Não se espera a inexistência de lacunas, vez que seria utópico fazê-lo: havendo uma correlação no direito positivo entre poder e responsabilidade, entende-se que o aluguel de ações, já terá avançado de modo satisfatório.

507. Não é demais lembrar que o principal motivo pelo qual os investidores participam do mercado de aluguel de ações é obter lucro³³³ e o afã de buscá-lo depende, intrinsecamente, de uma regulamentação suficientemente adequada das garantias e direitos dos investidores do mercado de capitais.

³³³ Literalmente, “*Das wesentliche Motiv für Investoren, am WPL-Market zu partizipieren, ist es, Renditesteigerungen über die gezahlten Leihesätze zu erzielen*”. Cf. MALKOMES, Gerrit. ***Die Bedeutung der Wertpapierleihe für den Kapitalmarkt und ihr Einfluß auf die Kursentwicklung***. Hamburg: Diplomica, 2001, pp. 24.

REFERÊNCIAS

Doutrina:

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

_____. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. Ação de acerto de deliberação assemblear. *In*: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 279-299.

ADORNO, Theodor W. **Dialética negativa**. Trad. Marco Antônio Casanova. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2009.

AMARAL, José Romeu Garcia do. Solução é customizar. *In*: **Revista Capital Aberto. Antítese**. Número 103, ano 9, mar/2012, pp. 24-25.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

_____. **Negócio jurídico indirecto**. Lisboa: Jornal do Fôro, 1965.

ASQUINI, Alberto. *I batelli del Reno*. *In*: **Rivista delle Società**, nº 04. Milano: Giuffrè Editore, 1959, pp. 617-633.

ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHNEIDER, Uwe H.; DÖHMEL, Doris; HÖNSCH, Henning; KOLLER, Ingo; MÜLBERT, Peter O.; SETHE, Rolf; SCHNEIDER, Sven H.; VOGEL, Joachim. **Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar**. 6ª ed. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 2012.

AZEVEDO, Álvaro Villaça de. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n. 10.303/01 ao texto da Lei n. 6.404/76**. São Paulo: Atlas, 2004.

BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del accionista (supuestos especiales)*. Madrid: Tecnos, 1977.

BAUR, Jürgen; TAPPEN, Falko. *Investmentgesetze/§§1 – 272 KAGB*. 1ª ed. Berlim, Munique, Boston: De Gruyter, 2014.

BERTREL, Jean Pierre; JEANTIN, Michel. *Le portage d'action*. In: *Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires*, nº 10, outubro/1991.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1934.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 1993.

BURKE, Kevin; MARTELLO, George. *The evolution of securities lending*. In: FABOZZI, Frank J. *Securities lending and repurchase agreements*. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, pp. 1-12.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Teoria Palco-Plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010.

CARNELUTTI, Francesco. *Teoria generale del diritto*. 3ª Edição. Società Editrice del Foro Italiano: Roma, 1951.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2º volume. Arts. 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CHAVES, Natália Cristina. O empréstimo de ações e a noção de fungibilidade. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coords.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (Orgs.) *Sociedades*

anônimas e mercado de capitais – homenagem ao professor Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 239-257.

DINIZ, Gustavo Saad. Conflitos de interesses na sociedade anônima. In: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Tratado de direito comercial**. Vol. 4. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 97-120.

EASTERBROOK, Frank Hoover; FISCHER, Daniel Robert. *The corporate contract*. In: *Columbia Law Review*, n. 1416, 1989.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume I – artigos 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. **A lei das S.A. comentada**. Volume II. Artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. **A lei das S.A. comentada**. Volume III. Artigos 189 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Edição, Revista e Ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAULKNER, Mark C. *An Introduction to Securities Lending*. 4ª Ed. Londres: Spitalfields Advisors Limited, 2007.

FERRARA, Francesco. **A simulação dos negócios jurídicos**. São Paulo: Livraria acadêmica, 1939.

FERRARI, Aldo. *L'abuso del diritto nella società*. Padova: CEDAM, 1998.

FERRARINI, Guido. *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societário*. In: **La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive**. Atti del Convegno Internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre, 2006). Collana delle Rivista delle società, n. 30, a cura di Guido Rossi. Milano: Giuffrè Editore: 2007.

FERRI, Giuseppe. *Le società*. In: VASSALI, Filippo (org.). **Tratato di Diritto Civile Italiano**. Vol. 10. Tomo Terceiro. Torino: Torinese, 1971.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed., revista e aumentada. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

_____. **Invalidez das deliberações de assembleia das S.A.** São Paulo: Malheiros, 1999.

_____; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Affectio Societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e (Coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2009, pp. 131-162.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos: Direito Civil e Empresarial**. 3ª ed., revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

GALGANO, Francesco. *Le società per azioni*. In: **Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia**. Vol. 7. Padova: CEDAM, 1984.

_____. **Diritto commerciale – Le Società**. 15ª ed. Bolonha: Zanichelli, 2005.

GOODMAN, Amy L.; OLSON, John F.; FONTENOT, Lisa A. **A practical guide to SEC Proxy and Compensation Rules**. 5ª ed. Nova Iorque: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HESSEL, Camila Guimarães. **Riscos do Aluguel**. In: Revista Capital Aberto, nº 43, ano 4, mar/2007, pp. 40-43.

HU, Henry T.C.; BLACK, Bernard S. *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*. In: **Southern California Law Review**, Vol. 79, 2006, pp. 811-908. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=904004>>.

JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão:Dott. A. Giuffrè Editore, 1972.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. 4ª ed., 7ª tir. São Paulo: Saraiva, 2010.

KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luís. *Empréstimo de ações e o mercado de capitais*. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luís (Coords.). **Direito**

empresarial: aspectos atuais do direito empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005, pp. 19-37.

KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais:** do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias.** Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LE CANNU, Paul. *L'abus de minorité.* Paris: Bulletin Joly Sociétés, n° 4, 1986.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O recesso na incorporação reversa. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** Vol. 161/162. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, pp. 231-248.

_____. **Do direito do acionista ao dividendo.** Tese de concurso à livre-docência na cadeira de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: Obelisco, 1969.

_____. Conflito de interesses (parecer). In: **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, pp. 9-27.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Vol. I. São Paulo: Saraiva, 2002.

LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. Aluguel de ações: Panorama do negócio jurídico, problemas no direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** Vol. 161/162. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, pp.169-192.

LITTMANN, Konrad. *Ein Valet dem Leistungsfähigkeitsprinzip.* In: HALLER, Heinz; KULLMER, L.; SHOUP, Carl S.; TIMM, Herbert (orgs.). *Theorie und Praxis des finanzpolitischen Interventionismus.* Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), 1970.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – Comentários à Lei – Volume I (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MALKOMES, Gerrit. *Die Bedeutung der Wertpapierleihe für den Kapitalmarkt und ihr Einfluß auf die Kursentwicklung.* Hamburg: Diplomica, 2001.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Contratos Coligados no Direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009.

MARQUES, Maria Beatriz Loureiro de Andrade. **Novas figuras contratuais**. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. 2. Tomo I. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

_____. **Curso de Direito Comercial**: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades empresárias, fundo de comércio. 34ª ed., revisada, atualizada e ampliada por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MINOZZO, Cezar Augusto Salvadeo. **Determinantes da taxa de aluguel de ações no Brasil**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: FGV, 2010.

MOLLE, Giacomo. *Manuale di diritto bancario*. 2ª ed. Milano: Giuffrè Editore, 1977.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 217-262.

NOVA, Giorgio di. *Codice Civile e leggi collegate*. Bologna: Zanichelli, 2011.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, juros e instituições financeiras**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Clearing Houses*: aspectos jurídicos relevantes e seu papel no mercado de capitais e no sistema de pagamentos brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 27. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, pp. 64-83.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Vol. III. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954.

_____. **Tratado de Direito Privado**. Tomo XXXVIII. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1962.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIPERT, George; ROBLOT, René. *Traité de Droit commercial*. Tomo 2. 15^a ed. Paris: LGDJ, 1996.

RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos**. 15^a ed., revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

ROBERT, Bruno. A dissociação entre o exercício do direito de voto e o estado de sócio no mercado de capitais – o caso do empréstimo de ações. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e (coord.). **Direito societário contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, pp. 45-70.

_____. Direito de voto do acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial. Volume 3: Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 222-251.

_____. **Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. Tese de doutorado defendida na Faculdade de Direito do Largo de São Francisco. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2014.

ROPPO, Vincenzo. *Il contratto*. Milano: Giuffrè Editore, 2001.

RUCHIN, André. *Can securities lending transactions substitute for repurchase agreement transactions?* In: **Banking Law Journal**, n. 05, Vol. 128. Washington DC: AS Pratt. & Sons, 2011, pp. 450-480.

SAINTOURENS, Bernard. *La flexibilité du droit des sociétés*. In: **Revue Trimestrielle de Droit Commercial**, n°4. Paris : Dalloz, 1987.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 1^a Ed. 3^a reimpr. São Paulo: Atlas, 2011.

SCHAHIN, Fernanda Kehdi. Vendas a descoberto no âmbito do empréstimo de ações: estudo do modelo regulatório brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 49. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, pp. 35-62.

SCHMIDT, Dominique. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Sirey, 1970.

SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. 4ª Ed. Munique: Heymanns, 2002.

SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito Tributário**. 1ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2011.

SILVA, Clóvis V. do Couto. **A obrigação como processo**. São Paulo: Bushatsky, 1976.

STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do “patrimônio de afetação” e o novo sistema de pagamentos brasileiro. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001, pp. 58-101.

SZTAJN, Rachel. **Direito de recesso**. Tese de doutorado apresentada à Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1982.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Mútuo de ações e *insider trading*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 519-535.

VARELA, João de Matos Antunes. **Contratos mistos**. In: BFDUC, XLIV, Coimbra, 1968.

VASCONCELOS, Pedro Pais de. **Contratos atípicos**. Coimbra: Almedina, 1965.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial – Sociedade por ações**. Vol. 3. 3ª Edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. O doador pode exercer direito de retirada? O direito é do proprietário. In: **Revista Capital Aberto. Antítese**. Número 103, ano 9, mar/2012.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Títulos nominativos: da cártula ao depósito centralizado. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 66. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, pp.35-62.

WIEDEMANN, Herbert, HOPT, Klaus. *Aktiengesetz: Grosskommentar. 6º Volume - §§ 150 – 220*. 4ª Edição, revista e atualizada. Berlim: De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, 2006.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZILVETI, Fernando Aurélio. Variações sobre o princípio da neutralidade no Direito Tributário Internacional. In: COSTA, Alcides Jorge (coord). **Direito Tributário Atual**. Vol. 19. São Paulo: Dialética, 2005, pp. 24-40.

ZIMMERMANN, Martin. *Das Aktiendarlehen: Die Zuordnung von Aktionärsrechten im Spannungsfeld von Zivil-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2014.

Em suporte eletrônico:

ALEMANHA. *Bürgerliches Gesetzbuch*. Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/bgb/gesamt.pdf>>.

_____. *Aktiengesetz*. Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>>.

_____. *Wertpapierhandelsgesetz*. Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>>.

BRASIL. **BM&FBOVESPA – Manual Aluguel de Ativos no Sistema BTC**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/BMFBOVESPA-Manual-Aluguel-de-Ativos.pdf>>.

_____. **BM&FBOVESPA. Empréstimo de Ativos**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/emprestimo-de-ativos/emprestimo-de-ativos.aspx?idioma=pt-br>>.

_____. **BM&FBOVESPA. Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>.

_____. **BM&FBOVESPA. Empresas listadas no Novo Mercado.** Disponível em: <http://bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/capital-social-das-empresas.aspx?Idioma=pt-br>.

_____. **BM&FBOVESPA. Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações).** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Acoes.pdf>.

_____. **BM&FBOVESPA. Títulos BTC – Estatísticas.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?idioma=pt-br>.

_____. **BM&FBOVESPA. Instituto Educacional BOVESPA.** Disponível em: http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf.

_____. **BM&FBOVESPA. Supervisão de Mercados. Boletim Informativo nº 82.** Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Boletim-Normativo-82.pdf>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (*Short Selling*).** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Comunicado ao mercado de 08 de novembro de 2006.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2006/20061108-1.html>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM – SP nº 2011-0304.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-0.pdf>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM RJ nº 2011/13464.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8103-2.pdf>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM – RJ nº 2012/0249.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8104-0.pdf>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM RJ nº 2006/7166.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5315-0.pdf>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação nº 35, de 01º de setembro de 2008.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare035.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Parecer PJU nº 001/2000.** Disponível em: <http://docvirt.com/docreader.net/DocReader.aspx?bib=juris_cvm_wi&pagfis=7743&pesq=>>

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 249, de 11 de abril de 1996.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst249.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst283.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 441, de 10 de novembro de 2006.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst541.pdf>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ 2002/1153.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf>.

_____. **Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 2.268, de 10 de abril de 1996.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2268_v1_O.pdf>.

_____. **Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 3.539, de 28 de fevereiro de 2008.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3539_v1_O.pdf>.

_____. **Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 3792, de 24 de setembro de 2009.** Disponível em:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47507/Res_3792_v4_P.pdf>.

_____. **Receita Federal do Brasil. Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1.585, de 31 de agosto de 2015.** Disponível em:

<<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=67494#1564214>>.

_____. **Constituição da República Federativa do Brasil, de 05 de outubro de 1988.**

Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>.

_____. **Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932.** Disponível em:

<<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>>.

_____. **Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 651, de 09 de julho de 2014.**

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Exm/ExmMPv651-14.doc>.

_____. **Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm>.

_____. **Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5869.htm>.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>.

_____. **Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10214.htm>.

_____. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>.

_____. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>.

_____. **Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013.** Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2013/Lei/L12810.htm>.

_____. **Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2.014.** Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2014/Lei/L13043.htm>.

_____. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015.** Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm>.

_____. **Protocolo e justificação de incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A.** Disponível em: <<http://v4-oi.infoinvest.com.br/ptb/8191/PROTOCOLO%20INCORPORACAO%20TNL%20BRT.pdf>>

_____. **Citigroup Global Markets, Brasil, Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. Contrato para realização de operações nos mercados administrados por bolsa de valores, mercadorias e futuros; por entidade do mercado de balcão organizado e por câmaras de registro, compensação e liquidação.** Disponível em:
<<https://www.citicorretora.com.br/sites/arquivos/downloads/contrato.pdf>>.

_____. **Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. Contrato de aluguel de ações.** Disponível em:
<http://www.santander.com.br/document/wps/contrato_aluguel.pdf>.

_____. **Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. Termo de adesão ao Banco de Títulos da BM&FBOVESPA.** Disponível em :
<[http://www.santander.com.br/document/wps/Termo de Adesao Corretora CBLC 28012014.pdf](http://www.santander.com.br/document/wps/Termo_de_Adesao_Corretora_CBLC_28012014.pdf)>.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Exchange Act.* Disponível em:
<<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>.

_____. *Model Business Corporation Act.* Disponível em:
<<http://www.unc.edu/~jfc/unc/mbca/chapter13.htm>>.

_____. *Delaware Corporation Law.* Disponível em:
<<http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>>.

_____. *Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919).* Disponível em:
<<http://www.law.illinois.edu/aviram/Dodge.pdf>>.

ITÁLIA. *Legge 3 ottobre 2001, n° 366*. Disponível em:
<<http://www.camera.it/parlam/leggi/01366l.htm>>.

LOBO, Jorge. **Operações de empréstimo de ações**. In: Valor Econômico, de 09 de agosto de 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/legislacao/974430/operacoes-de-emprestimo-de-acoes>>.

MIOTO, Ricardo. **Apertem os cintos, o controlador sumiu**. In: Folha de São Paulo, 03 de março de 2013. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/96594-apertem-os-cintos-o-controlador-sumiu.shtml>>.

REINO UNIDO. *International Securities Lending Agreement*. Disponível em:
<http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/sl_aGuide_for_Policy_makers.pdf>.

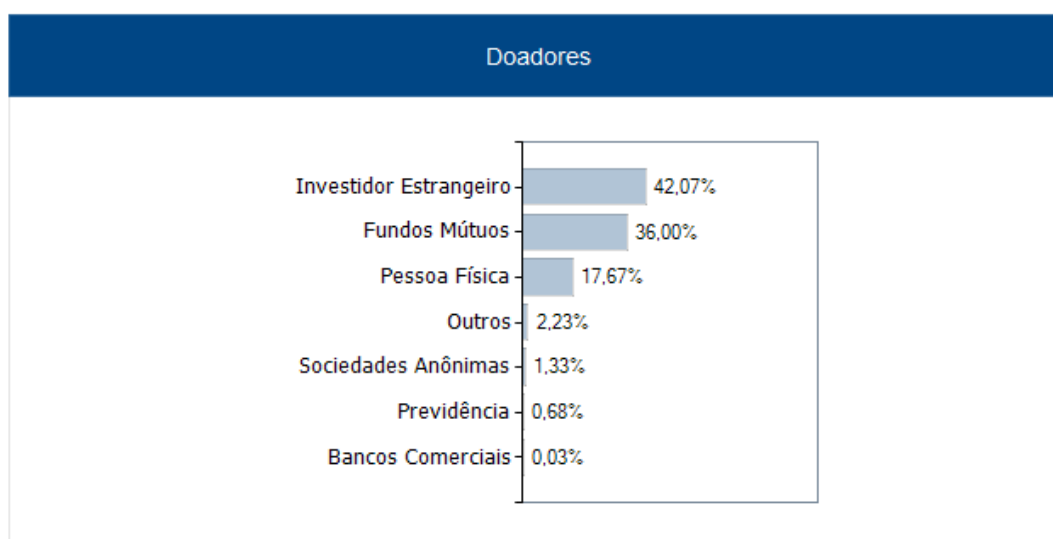
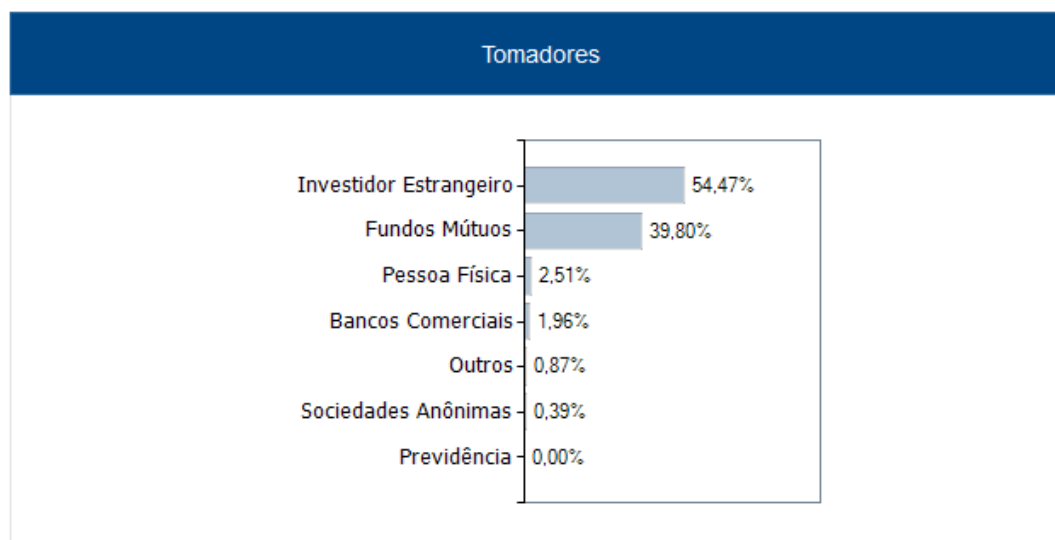
_____. *Securities Lending: An introductory Guide*. Disponível em:
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/sl_intro_green_9_10.pdf>.

SCIPIONE, Luigi. *La crociata dei market regulators contro lo “short selling”. Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori*. Disponível em: <<http://www.innovazionediritto.unina.it/archivionumeri/1004/scipione.pdf>>.

TRINDADE, Marcelo Fernandez; SANTOS, 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>>, pp. 21-23.

ANEXO – A – Representação dos Investidores no mercado de aluguel de ações (março/2016)

Dados obtidos em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/participacao-dos-investidores.htm>. Sítio consultado em 14.04.2016.



APÊNDICE I – Exemplo de minuta de autorização para celebração de aluguel de ações**Condições Gerais para Aluguel de Ações -
Empréstimo de Ativos (BTC)**

(NOME DA CORRETORA), com sede na cidade de xxxx, Estado de xxxx, no (LOGRADOURO), inscrita no CNPJ/MF sob nº XX.XXX.XXX/XXXX-XX, doravante denominada “**CORRETORA**” e a pessoa nomeada e qualificada no Termo de Adesão aos Serviços da (NOME DA CORRETORA) (“Termo de Adesão”), doravante denominado “**CLIENTE**”, quem aderiu ao presente instrumento, ajustam o seguinte:

As condições descritas no presente instrumento, Condições Gerais para Aluguel de Ações – Empréstimo de Ativos (BTC) (“Contrato”) são complementares e, de nenhuma forma limitam, restringem ou anulam, quaisquer outros direitos e obrigações ou dispositivos de quaisquer outros instrumentos que venham a ser celebrados entre a CORRETORA e o CLIENTE, sendo a Ficha Cadastral firmada entre a CORRETORA e o CLIENTE (“Ficha Cadastral”) e o Termo de Adesão partes integrantes e indissociáveis do presente instrumento.

Havendo inconsistência entre as disposições do presente instrumento e as Condições Gerais Aplicáveis à Intermediação de Operações nos Mercados Administrados pela BM&FBOVESPA, esta última deverá prevalecer.

1. As ordens do CLIENTE (“Ordens”), autorizando operações de empréstimo na qualidade de Tomador ou Doador ou Tomador e Doador de títulos, ativos ou direitos (“Operações”) deverão ser feitas verbalmente ou por escrito, conforme opção do CLIENTE na sua Ficha Cadastral e conterão, no mínimo, a identificação do emissor, da quantidade, espécie e classe dos ativos, o prazo de vigência e a taxa de remuneração pactuada.

2. Quando o **CLIENTE** estiver atuando na posição tomador de ativos, deverá apresentar as garantias exigidas pela **BM&FBOVESPA**, nos termos do Regulamento de Procedimentos Operacionais da **CBLC** (“Regulamento **CBLC**”), bem como aquelas que possam ser exigidas pela **CORRETORA**, a seu critério e a qualquer tempo, as quais poderão, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial, ser executadas caso o **CLIENTE** deixe de atender qualquer obrigação decorrente de sua Operação.

3. O **CLIENTE** compromete-se a liquidar as operações de empréstimos de ativos, mediante a entrega de ativos da mesma espécie, emissor e classe, ajustados aos proventos relativos aos mesmos no caso de ações, na forma prevista no Regulamento **CBLC** e a pagar a taxa de remuneração do empréstimo previamente pactuada em cada Operação. Caso não seja possível proceder à entrega dos ativos tomados em empréstimo em razão da indisponibilidade destes no mercado, poderá a **BM&FBOVESPA** determinar a liquidação financeira da Operação, conforme o disposto no Capítulo VI, item 6 do Regulamento **CBLC**.

4. A **CORRETORA** ficará isenta de qualquer responsabilidade no caso de subscrição não realizada no curso da Operação de empréstimo, se avisado por escrito pelo **CLIENTE**, este não lhe colocar à disposição os recursos necessários dentro do prazo estabelecido.

5. O presente instrumento vigorará por prazo indeterminado, podendo ser rescindido por manifestação de qualquer uma das partes, desde que haja aviso por escrito com antecedência mínima de 10 (dez) dias, respondendo as partes por suas obrigações até a liquidação das Operações em aberto.

6. O **CLIENTE** declara estar ciente do conteúdo do Regulamento **CBLC**, o qual está disponível no site <http://www.bmfbovespa.com.br>, que é parte integrante deste instrumento para todos os efeitos legais, a ele aderindo integralmente, visto que, notadamente seu Capítulo VI dos Serviços de Empréstimo de Ativos - **BTC**, será aplicável a todas as Operações de empréstimo de ativos que venham a ser contratadas em seu nome, e será comunicado pela **CORRETORA** quanto a eventuais alterações no referido Capítulo VI.

7. O **CLIENTE** declara, ainda, conhecimento do inteiro teor do “Termo de Adesão ao Banco de Títulos **BM&FBOVESPA** (Participantes de Negociação)” subscrito pela **BM&FBOVESPA** e pela **CORRETORA**, cujas condições contratuais serão aplicáveis, no que couber, ao **CLIENTE** signatário do presente, cuja cópia está disponível no site da **CORRETORA**

8. A CORRETORA poderá, ainda, pactuar com o CLIENTE, a receita que julgar conveniente para a intermediação das Operações.

9. O CLIENTE, neste ato, concorda que as comunicações relativas à realização e ao encerramento de Operações sejam feitas por meio eletrônico, por meio do Homebroker da CORRETORA

10. Este instrumento poderá ser alterado pela CORRETORA mediante comunicação ao CLIENTE com antecedência de 30 dias, por qualquer meio de comunicação. Independem de comunicação prévia as alterações feitas por força de lei ou regulamentação oficial por órgão competente. Caso não concorde com as alterações, o CLIENTE deverá imediatamente solicitar a rescisão do Contrato, observada as disposições indicadas no item acima, sendo que a não solicitação de rescisão ou a realização de Transação, significará a concordância do CLIENTE com as alterações realizadas no Contrato.

11. Este instrumento está registrado sob nº xxxxxxxx no xº Cartório de Títulos Documentos de São Paulo, em nome da (NOME DA CORRETORA), inscrita no CNPJ/MF sob nº xx.xxx.xxx/xxxx-xx, com sede no (LOGRADOURO, CIDADE, ESTADO).

São Paulo, XX de XXXX de XXXX.

(NOME DA CORRETORA)