# Doutrina & A tualidades

## ALUGUEL DE AÇÕES

Panorama do negócio jurídico, problemas do direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro

> Gabriel Leutewiler Giovana Cunha Comiran Taimi Haensel

Introdução. I. Considerações gerais sobre a operação de empréstimo de ações no direito brasileiro: 1. Histórico — Evolução normativa; 2. A operação de empréstimo de ações — Estrutura e função; 3. Natureza jurídica — O mútuo feneratício. II. Problemas estrangeiros e a eficácia do modelo pátrio: 1. Os problemas no mercado estrangeiro de empréstimo de ações: as operações de venda a descoberto; 2. Eficiência do modelo brasileiro. III. Empréstimo de ações e os problemas relacionados ao exercício do direito de voto: 1. Titularidade da açõe o o direito de voto; 2. Proporcionalidade entre poder econômico e poder político nas sociedades: o problema da "compra de votos" por meio de empréstimos de ações; 3. Casos de empréstimos com implicações sobre o poder de voto analisados pela CVM e o sistema brasileiro de contenção de abusos. Referências bibliográficas.

## Introdução

(

Ora chamado de empréstimo de ações, ora denominado (impropriamente, mas de forma recorrente) de aluguel de ações, fato é que estamos diante de negócio jurídico de grande vulto (pelos valores que movimenta) e de importância instrumental para o mercado de capitais (pelas funções que discorreremos a seguir).

O número reduzido de discussões jurídicas sobre o tema não reflete a relevância econômica que o aluguel de ações tem para o Direito Brasileiro. Reflete, todavia, o grau de segurança e a credibilidade com que tais operações vêm sendo cursadas no mercado de capitais nacional desde sua instituição. Comprovação disto é que, em 2010, a BM&FBovespa S/A – Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuros ("BM&FBovespa") anunciou ter alcançado o volume financeiro histórico de R\$ 465.605.784.349,80 em 971.558 operações de aluguel de ações registradas¹ no sistema do Banco de Títulos ("BTC"), que organiza as operações de empréstimo da

1. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2011/emprestimo-de-acoes-atinge-recorde-em-2010-com-465-bilhoes-em-contratos-regis trados-2011-01-04.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br, acesso em 5.6.2011.

CBLC.<sup>2</sup> Só no mês de maio de 2011, foram alcançadas 121.971 operações, representando um aumento de 39% em relação ao mesmo mês do ano anterior.<sup>3</sup> Já em maio de 2012, realizaram-se 125.361 operações.<sup>4</sup>

Neste artigo, buscaremos delinear, de início, os traços distintivos que caracterizam a operação de empréstimo de ações no Brasil. Para tanto, abordaremos a evolução do regramento sobre o tema, a estrutura típica da operação (e suas funções para as partes envolvidas) e nossas conclusões sobre a natureza jurídica do instituto. Tem-se, nesses itens iniciais, um panorama geral da questão. Na sequência, confrontaremos características específicas do sistema jurídico pátrio que rege o empréstimo de acões com problemas experimentados por outras jurisdições, sobretudo pelos Estados Unidos, de maneira a evidenciar as características que trazem eficiência e segurança ao modelo pátrio. Por fim, examinaremos a questão do exercício do voto em relação às ações objeto de empréstimo, apresentando fundamentação jurídica para embasar o exercício do direito de voto pelo tomador.

### I. Considerações gerais sobre a operação de empréstimo de ações no direito brasileiro

### 1. Histórico – Evolução normativa

A figura do empréstimo de ações demonstra, no histórico do desenvolvimento

- 2. "CBLC É a câmara da BM&FBovespa que presta, em caráter principal, serviços de compensação, liquidação e gerenciamento de Risco de Operações do Segmento Bovespa. Também é responsável pela prestação de serviços de custódia e de central depositária para os ativos negociados no Segmento Bovespa; (...)" (Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos versão de 24.8.2010).
- 3. Maria Paula Autran, "Aluguel de ações bate recorde em maio", Folha de S. Paulo, 13.6.2011.
- 4. Disponível em http://www.bmfbovespa.com. br/BancoTitulosBTC/Estatisticas.aspx?Idioma=pt-br, acesso 22.7.2012.

de seus normativos no Direito Brasileiro, a preocupação recorrente do regulador com a aquiescência prévia e expressa, por parte do mutuante do empréstimo, assim como com a disponibilização de garantias suficientes a assegurar a liquidação da operação. Veremos, na sequência, a evolução dos normativos do Conselho Monetário Nacional ("CMN") e da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") sobre a matéria.

Encontra-se a forma embrionária do empréstimo de ações na Instrução CVM n. 51, de 9 de junho de 1986, que regulamentou a concessão de financiamento, pelas sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, para compra de ações. Nesta instrução, em termos gerais, autorizava-se que sociedades corretoras e distribuidoras emprestassem a seus clientes ações de companhias abertas listadas em bolsa para a venda no mercado à vista, em nome do próprio tomador do empréstimo.

Uma década mais tarde, o CMN editou a Resolução n. 2.268, de 10 de abril de 1996 ("Resolução CMN 2.268"), atendendo a recomendação do Grupo dos 30<sup>5</sup> no sentido de fomentar o empréstimo de títulos como forma de diminuir o risco de liquidação das operações no mercado de capitais.<sup>6</sup> Referida resolução previa as condições elementares

- 5. "Brazilian regulations on stock lending generally follow the recommendations of the Group of Thirty, the body made up of representatives of the world's most important financial institutions and stock exchanges. Stock lending transactions involve substantial risk, so clear guidelines and adequate controls are essential. With this in mind, the Brazilian Monetary Council in Central Bank Resolution 2.268 of April 1996, authorizes entities providing services of settlement, registration and custody (custodians) to offer stock lending services using shares issued by publicly-held companies in their custody" (Fernando Prado Ferreira e Guilherme de Almeida Leite, "Brazil introduces comprehensive stock lending regime", in *International Financial Law Review*, mar./1997, p. 33).
- 6. "Conforme a recomendação do G30, 'as autoridades competentes devem permitir que títulos sejam tomados e doados em empréstimo como forma de maximizar a liquidação das transações com valores mobiliários" (BM&FBovespa, Folheto BTC, mar./2010, p. 3).





para a realização de operações de empréstimo de ações. Notadamente, estipulava que a operação dependeria de aprovação prévia e por escrito de seu titular. Ainda, autorizava as entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia a manter serviços de empréstimo de ações de emissão de companhias abertas, nelas custodiadas.

No âmbito da CVM, editou-se, no dia seguinte, a Instrução CVM n. 249 ("Instrução CVM 249"). Em linhas gerais, referida instrução regulamenta o empréstimo de ações, determinando que o exercício desta atividade depende de prévia aprovação da autarquia, mediante a apresentação de minuta de regulamento pela entidade prestadora do serviço, bem como de contrato padrão ou de termo de adesão ao regulamento a serem firmados com o emprestador7 e com o tomador do empréstimo. Também era necessário apresentar, para prévia aprovação, o método de cálculo do valor das garantias a serem apresentadas pelo tomador, assim como de sua atualização, a ser verificado ao menos uma vez a cada dia útil.

Interessante notar o regime de responsabilidade atribuído aos prestadores de serviço de empréstimo e aos intermediários nesta instrução. A Instrução CVM 249 contém previsão expressa de ausência de vínculo entre *emprestador* e tomador, devendo a entidade prestadora do serviço de liquidação, registro e custódia responsabilizar-se pela reposição das ações e de eventuais direitos a ela atribuídos durante o empréstimo. Acresce a isso que os intermediários da operação deveriam responder solidariamente em caso de inadimplência.

A Resolução n. 3.278, de 28 de abril 2005 ("Resolução CMN 3.278"), revoga a Resolução CMN 2.268. A realização do empréstimo é, então, ampliada, prevendo a possibilidade de empréstimo de valores mobiliários, e não mais apenas ações (como na norma revogada).

7. Expressão utilizada pela Instrução CVM 249.

A Instrução CVM n. 441, 10 de novembro de 2006 ("Instrução CVM 441"), harmoniza a regulamentação do serviço de empréstimo em relação à Resolução CMN 3.278, de forma a abranger também os demais valores mobiliários.8 Quanto ao vínculo entre as partes, estabelecem-se duas situações. Como regra geral, não haverá vínculo entre o mutuante<sup>9</sup> e o tomador, que poderão permanecer anônimos, sendo a operação concretizada por intermédio das sociedades corretoras ou das distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Está prevista, contudo, a possibilidade de se estabelecer regras diversas à geral no contrato de empréstimo. Efeito prático disso é que pode a instituição prestadora do serviço de empréstimo viabilizar operações entre partes já previamente acertadas.10

Outra adequação importante trazida pelo normativo da CVM é a eliminação do dispositivo prevendo a responsabilidade solidária entre os intermediários. Em contrapartida, passa a ser previsto que os intermediários de operações de empréstimo de valores mobiliários incorrem nas mesmas responsabilidades a eles atribuídas na intermediação de operações com valores mobiliários.

8. Sobre a importância e alcance desta alteração, v. a seguinte manifestação da CVM: "3. Com a implantação de sistemas de negociação de valores mobiliários de renda fixa, tais como debêntures e notas promissórias, e o crescimento da indústria de fundos de investimento fechados, foi detectada a necessidade de atualização da regulamentação do serviço de empréstimo, de maneira a permitir a realização de operações de empréstimo com esses valores mobiliários. A importância dessa medida decorre da constatação de que o serviço de empréstimo desempenha função relevante para o incremento da liquidez do mercado de valores mobiliários de renda fixa" (Comissão de Valores Mobiliários, Edital de Audiência Pública 05/2006, 1.6.2006).

9. Expressão utilizada pela Instrução CVM 441.
10. O BTC prevê a realização de tais contratos, que denomina de "Contratos de Empréstimo Diferenciados". Capítulo VI, item 4.4.2 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (versão de 24.8.2010).





A Resolução n. 3.539 de 28 de fevereiro de 2008 revoga a Resolução CMN 3.278, permanecendo em vigor até a atualidade. Nela, substitui-se a denominação do prestador do serviço de empréstimo, de "entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia" para "câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação", em adequação à terminologia utilizada na Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001. O regime de garantias é aprimorado, tendo por escopo assegurar a certeza da liquidação da operação, também em harmonização aos dispositivos da referida lei.

# A operação de empréstimo de ações Estrutura e função

Em linhas gerais, a operação de empréstimo de ações regulada pelo CMN e pela CVM¹¹ consiste na transferência do valor mobiliário pelo seu titular a terceiro, por intermédio de sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sendo a operação cursada no âmbito da câmara ou prestador de serviço de compensação e de liquidação onde o valor mobiliário estiver custodiado, que garantirá a liquidação do negócio, agindo como contraparte central garantidora. Findo o prazo estipulado pelas partes, ações de mesma espécie e qualidade deverão retornar à titularidade de quem emprestou.

As partes presentes na operação são:

- O mutuante/emprestador/doador,<sup>12</sup>
   que oferta o empréstimo de suas ações ao
- 11. A regulamentação do CMN e da CVM não trata das operações realizadas à margem das câmaras e prestadores de serviços de liquidação, o que não significa que estejam vedadas. Nesse caso, entendemos se estar diante de operação privada, realizada fora do sistema de distribuição de valores mobiliários, que não contará com a segurança de uma contraparte central garantidora. As especificidades e problemas de tal negócio não serão abordados neste estudo.
- 12. São designações do mesmo ente, sendo as duas primeiras, como já apontado, dadas pela regula-

mercado, através de intermediário (sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários), recebendo remuneração por este empréstimo;

- 2) O tomador, que, também recorrendo a um intermediário, toma as ações em empréstimo, tornando-se proprietário destas, mediante remuneração ao mutuante. Deverá, no vencimento da operação, devolver ações da mesma espécie e qualidade;
- 3) A câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, que organiza e administra o serviço de empréstimo, mediante prévia autorização da CVM, devendo as ações a serem disponibilizadas pelo serviço de empréstimo estarem custodiadas na instituição; e
- 4) O *Intermediário*, parte obrigatória, <sup>13</sup> que deve ser necessariamente sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários habilitada perante a câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação.

Para o mutuante, a operação de empréstimo representa a oportunidade para o investidor de médio e longo prazo ganhar um rendimento adicional, sem se desfazer da posição acionária detida, visto que ações da mesma espécie e qualidade lhe serão devolvidas. Ao longo do empréstimo, receberá a taxa de remuneração previamente estipulada com o tomador. Acresce a isso que, no caso das operações cursadas no BTC, é previsto também o reembolso dos rendimentos atribuídos pela companhia emissora à ação (a exemplo de dividendos e juros sobre capital próprio) enquanto durar o empréstimo. Em contrapartida, o mutuante não poderá vender ou de qualquer forma dispor das ações dadas

mentação e a última utilizada pelo BTC. Utilizaremos, ao longo do texto, preferencialmente, mutuante.

13. V. a Resolução CMN 3.239, art. 1º, § 2º: 
"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" (grifo



em empréstimo durante o período pactuado. Isso se dá em virtude da própria natureza do negócio de empréstimo, conforme veremos adiante.

O tomador, durante o empréstimo, é o proprietário das ações, podendo utilizá-las de todas as formas que a titularidade deste direito lhe confere. Perante a instituição prestadora do serviço de empréstimo, é em seu nome que as ações estarão registradas. Assim, o empréstimo possibilita a aquisição de ações para a simples liquidação de posições previamente assumidas, bem como para a realização de venda de ações "a descoberto", a constituição de *hedge*, a estipulação de garantias, a arbitragem de preços e a mera especulação.

A versatilidade de funções tem outros efeitos deseiados. Para o mercado de capitais considerado como um bem em si, a realização de operações de empréstimo de ações auxilia na existência de liquidez para os valores mobiliários. De maneira conexa, contribui para mitigar os riscos de liquidação das operações, na medida em que possibilita ao agente obter, na forma de empréstimo, os valores mobiliários de que necessita para honrar com obrigações assumidas, evitando um eventual default. Note-se, ainda, especificamente para o mercado brasileiro, que a existência de remuneração para o empréstimo incentiva a manutenção de investimentos no longo prazo, colaborando para a criação da cultura de formação de poupança, pela pessoa física, através de aplicações no mercado de capitais.14

# 3. Natureza jurídica – O mútuo feneratício

Encontramos no art. 586 do Código Civil Brasileiro a natureza jurídica do contrato

14. Nesse sentido, a experiência da CBLC tem se mostrado proveitosa: "Ao redor do mundo, o investidor doador corresponde a fundos de pensões e companhias de seguros. No caso brasileiro, destaca-se a forte presenca de pessoas físicas e investidores estrangeiros no de empréstimo de ações. Preceitua referido dispositivo que "O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade". De fato, as ações listadas em bolsa são bens fungíveis, enquadrando-se no art. 85 mesmo diploma, que dispõe que "São fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade". Podem, portanto, ser objeto de mútuo. Quanto à obrigação, no empréstimo de ações, o tomador deve restituir ao mutuante a quantidade de ações que tomou emprestado, da mesma espécie e qualidade (especificamente, no caso das ações, da mesma espécie e classe). Adequa-se perfeitamente, portanto, ao descritivo legal do negócio jurídico corporificado pelo contrato de mútuo.

A implicação de, no empréstimo de ações, devolver coisa do mesmo gênero, em igual quantidade e qualidade, e não a própria coisa, demonstra não se tratar de aluguel.<sup>15</sup> No mútuo, ocorre transferência de propriedade, do domínio.<sup>16</sup> Na locação de coisa, é de sua essência a cessão de uso e gozo de coisa *não fungível*. Assim dispõe o art. 565 do Código Civil Brasileiro. Talvez porque a operação com ações também se dê por um período

crescimento desse mercado" (BM&FBovespa, Folheto BTC, mar./2010, p. 3).

15. Também desta forma entende Henrique Vargas Beloch: "Assim, embora chamado vulgarmente de aluguel de ações, o negócio consiste, na sua essência, em um contrato de mútuo, que é justamente o empréstimo de bens fungíveis. Aluguel ou locação jamais, pois estaríamos diante da cessão de uso e gozo de bem não fungível, sem transferência de domínio. No empréstimo de ações fungíveis, ao contrário, o tomador, em razão da fungibilidade, se torna proprietário, considerando que o mútuo transfere o domínio da coisa emprestada" (Empréstimo de Ações Tem Nova Regulamentação, 19.12.2006, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/061219NotA.asp, acesso 26.6.2011).

16. É o que disciplina o art. 587 do Código Civil brasileiro. Ainda, a lição clássica de Orlando Gomes, "O mútuo transfere ao mutuário o domínio da coisa emprestada" (Contratos, 23ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2001, p. 318 – grifos no original).



previamente estabelecido pelas partes, ou até mesmo porque tanto na locação de coisa quanto no empréstimo de valores mobiliários seja prevista a remuneração, tenha surgido o jargão "aluguel de ações".

Acresce a isso que a onerosidade não é necessariamente estranha ao contrato de mútuo. Na lição de Orlando Gomes, "Ao contrário do comodato, a gratuidade não é da essência do mútuo, mas, sim, de sua natureza. Em Direito Civil, só não é gratuito se for expressamente estipulado em contrário. Tal estipulação se permite. Toma então o nome de mútuo feneratício ou frutífero, sendo normalmente a título oneroso o mútuo de dinheiro".<sup>17</sup>

Concluímos, pelo exposto, que o empréstimo de ações tem natureza jurídica de mútuo feneratício. A utilização da expressão "aluguel de ações", embora inadequada, não acarreta maiores problemas, visto que, no mercado de capitais nacional, o empréstimo de ações vem sendo concretizado em consonância com o regime jurídico que lhe é próprio.

### II. Problemas estrangeiros e a eficiência do modelo pátrio

 Os problemas do mercado estrangeiro de empréstimo de ações: as operações de venda a descoberto

Na contramão da tendência mundial, o empréstimo de ações é tema muito menos palpitante neste país do que alhures. Isso porque, o empréstimo de ações está intimamente ligado com as chamadas operações de venda a descoberto (que neste capítulo convencionarmos chamar simplesmente "short selling", a fim de facilitar a comparação com a denominação alienígena para o instrumento), as quais protagonizaram (ou ao menos nelas

17. Orlando Gomes, ob. e p. cits. – grifos no original.

desempenharam importante papel) as grandes crises que o mercado financeiro enfrentou desde a década de 20 do século passado, mas que pouca influência tiveram sobre o mercado brasileiro, haja vista a diferente concepção de regulação de mercado adotado para o modelo brasileiro, como se mostrará adiante.

Há pouco ou nenhum dissenso sobre o importante papel desempenhado pelo short selling para garantir a eficiência e liquidez do mercado. O short selling é aquela operação em que, apostando na queda dos preços, o vendedor se compromete a entregar ativo que não detém no momento da ordem de venda, no entanto, para que enfim a transação seja concluída, tal vendedor toma o ativo emprestado e o entrega ao comprador (ao menos em sua utilização típica).18 Deveras, se utilizado de maneira responsável o short selling desempenha importante e benéfico papel ao mercado por inúmeras razões, notadamente a contribuição para a formação mais eficiente de preços, a mitigação de bolhas de mercado, o aumento da liquidez, a facilitação do uso de hedge, bem como de outras ferramentas de administração de riscos.

Entretanto, na mesma medida em que os beneficios oriundos da utilização do *short selling* podem ser substanciais, a prática tem um alto potencial manipulativo e pode ser bastante problemática se utilizada de maneira abusiva, razão pela qual muitos países

18. "Short selling involves a sale of a security that the seller does not own or a sale that is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller. In order to deliver the security to the purchaser, the short seller will borrow the security, usually from a broker-dealer or an institutional investor. Typically, the short seller later closes out the position by purchasing equivalent securities on the open market and returning the security to the lender. In general, short selling is used to profit from an expected downward price movement, to provide liquidity in response to unanticipated demand, or to hedge the risk of an economic long position in the same security or in a related security" (Securities Exchange Commission, release n. 34-61595, file n. S7-08-09, Amendments to Regulation SHO, p. 12).



(notadamente os Estados Unidos e diversas jurisdições europeias) têm criado novos mecanismos de regulação de mercado para tentar barrar o potencial destrutivo dessa ferramenta.

A propósito, apenas para se ter noção do impacto dessas operações nos mercados em questão - impacto esse sobretudo causado pela variação do short selling conhecida como naked short selling 19-20 - estima-se que até o ano de 2003 os prejuízos por elas causados ao mercado de capitais norte-americano eram da ordem de 100 (cem) bilhões de dólares,21 com consequências desastrosas a inúmeras empresas locais. À ausência de limites e mecanismos de controle, à brandura das sanções a que estavam sujeitos os short sellers em caso de não entrega dos ativos e, ainda, à dificuldade de se fiscalizar as operações realizadas de maneira dispersa entre vários participantes do mercado é que se costuma atribuir responsabilidade por esses impressionantes números.

٠

19. W. Christian, Robert Shapiro e John-Paul Whalen, "Naked short selling. How exposed are investors", in Houston Law Review, winter 2006, p. 2: "Naked short selling is a perversion of an ordinary trading strategy known as traditional short selling. Traditional short selling involves selling shares that the seller does not own but has borrowed with the requirement that the short seller purchase equivalent shares on the market and return them to the lender at a later date. The traditional short seller anticipates that the share price will drop and that he can then make a profit by buying equivalent shares at a lower price, returning them to the lender, and keeping the difference. In contrast, naked short selling is basically 'make-believe short-selling'. 'Naked short sellers sell shares of stock they haven't borrowed, have no intention of borrowing, and that may not even exist.' Often, naked short sellers have no intention of ever delivering the actual shares that the unfortunate buyer on the other end of the transaction thinks he has purchased. Therefore, unlike a traditional short sale, a naked short sale results in a failure to deliver the actual shares sold, and the shares eventually received by the buyer in the original transaction represent nothing more than an electronic book entry"

20. V. Short Sales Concept Release, Exchange Act Release n. 42.037, 64 Federal Regulation 57.996, de 28.10.1999.

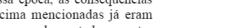
21. Rob Wherry, "Wall Street's next nightmare?", in Forbes, 13.10.2003, p. 66.

Muito embora não se possa negar o potencial destrutivo dessa ferramenta de mercado, importante dizer que a naked short selling não representa per se uma violação às normas do mercado de capitais. Aliás, o mercado muitas vezes se beneficia dessas operações conduzidas de boa-fé para garantir liquidez.22 O problema surge, entretanto, quando a falha na entrega do ativo ao comprador não é sanada em um curto espaço de tempo, o que pode fazer com que a disponibilidade de determinado ativo no mercado seja inferior à quantidade de contratos a serem cumpridos, ou ainda, fazer com que seu preço despenque em decorrência de falsa demanda. Não bastasse, uma análise mais detida é capaz de evidenciar que a demora no cumprimento de uma obrigação de entrega de um ativo acaba por alterar unilateralmente a natureza da operação, convertendo-a em um contrato de futuro com prazo indeterminado que somente será cumprido quando o vendedor a descoberto entender que seus interesses foram plenamente alcançados.<sup>23</sup>

Ainda sobre o exemplo norte-americano, a reação do governo daquele país só veio em 2004. Nessa época, as consequências desastrosas acima mencionadas já eram sentidas em larga escala em todos os setores do mercado. Inúmeras reclamações por modificações à regulamentação aplicável às práticas de short selling foram enviadas à Securities Exchange Commission ("SEC"), que se viu obrigada a tomar alguma atitude. Essa tão aclamada reação veio em 2004, com a adoção do que se convencionou chamar Re-

22. Securities Exchange Commission, Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO (11.4.2005), disponível em http://www.sec.gov/ spotlight/keyregshoissues.htm, comparando traditional legal short selling a naked short selling.

23. V. Regulation SHO Proposal, Exchange Act Release 48.709, 68 Fed. Reg. 62.972, 62.975 (6.11. 2003), disponível em http://www.sec.gov/rules/propo sed/34-48709.htm, e Roberta Romano, "A thumbnail sketch of derivative securities and their regulation", 55 Md. L. Rev. 1, 10 (1996).





gulation SHO,24 a primeira grande mudança na regulamentação aplicável a esse tipo de operação desde 193825 e que representaram um grande avanço no combate às práticas abusivas de short selling, as quais, até então, pouco (ou nada) haviam sido repelidas pelo órgão responsável pelo mercado de capitais norte-americano. Daí em diante, a atenção dada pela SEC ao assunto só fez crescer e diversas mudanças vem sendo testadas para garantir segurança ao mercado contra a ação dos agentes que – de maneira abusiva – se valem das naked short sales. O que se nota é uma tendência cada vez maior de que a SEC deixe ao mercado que se autorregule e passe a tomar as rédeas da situação, criando e impondo mecanismos de controle que até então não existiam. A última dessas mudanças vige desde 10 de maio de 2010.26

### 2. Eficiência do modelo brasileiro

A realidade brasileira é bastante distinta daquela encontrada nas demais partes do mundo, de tal sorte que as falhas verificadas nas jurisdições europeias e, em particular, nos Estados Unidos aqui nunca teriam ocorrido.

Nos outros mercados, as operações de empréstimo de ações se consubstanciam em operações de balcão realizadas dentro de uma instituição financeira e entre duas instituições financeiras, sendo que o registro das operações ocorre por meio de simples registros contábeis carreados pelas instituições envolvidas, sem que haja qualquer registro em sistema centralizado.

No Brasil, o mercado de empréstimo de títulos é bastante recente e foi estruturado

 Regulation SHO, Exchange Act Release n. 50,103, 69 Fed. Reg. 48,008, 48,008 (6.8.2004).

25. Short Sales Concept Release, Exchange Act Release n. 42,037, 64 Fed. Reg. 57,996 (28.10.1999).

Securities Exchange Commission, Amendments to Regulation SHO, release n. 34-61595, disponível em <a href="http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf">http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf</a>.

de maneira substancialmente diferente.27 A grande inteligência do modelo pátrio pode ser atribuída ao fato já anteriormente exposto de que é imprescindível que uma entidade de compensação e liquidação devidamente autorizada pela CVM atue como contraparte central, garantindo a liquidação da operação, em regra, sem a existência de vínculo entre mutuante e mutuário. Dessa forma, todas as operações de empréstimo realizadas são registradas e o serviço é amplamente supervisionado pela CVM, que, inclusive, detém a identificação de cada investidor que tome títulos emprestados. É essa infraestrutura que proporciona segurança e transparência ao sistema, além de garantir ao mutuante que corra somente o risco da entidade de compensação e não o do tomador.

Mas a primazia do modelo brasileiro não conta apenas com a estrutura centralizada atualmente provida pelo BTC, administrado pela CBLC, mas com diversas outras características que asseguram a eficiência do modelo pátrio, conforme passamos a expô-las.

A primeira delas, essencial ao funcionamento do nosso modelo, diz respeito à necessidade de prestação de garantias como condição para a efetivação do registro da operação, tal qual prevista no item 4.3(c)<sup>28</sup> do Regulamento do BTC. Essa previsão é complementada pelo item 4.3.1<sup>29</sup> do referido regulamento, que ainda estabelece: (*i*) a

- Nesse sentido, v. divulgação da CVM do comunicado editado pela Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO de 1º.10.2008.
- 28. "O registro de Operação de empréstimo de Ativos no Sistema BTC só se efetiva mediante o cumprimento dos seguintes requisitos: (...); c) depósito de Garantias referentes à posição do Investidor tomador de Ativos, observado o disposto no item 4.3.1 abaixo."
- 29. "A disponibilização dos Ativos objeto do Empréstimo ao Investidor tomador de Ativos será realizada tão logo sejam caucionadas as garantias relativas ao empréstimo. A suficiência dessa garantia é verificada diariamente, podendo a CBLC, a qualquer momento, exigir garantias adicionais. A descrição do método de cálculo que determina o critério para exigência de garantias adicionais e de atualização do



disponibilização dos ativos objeto do empréstimo ao mutuário somente após a prestação de caução equivalente a 100% do valor das ações; (ii) a verificação diária da suficiência das garantias; (iii) a possibilidade de que o reforço de garantias seja exigido a qualquer momento; e (iv) a imposição de método de cálculo para exigência de garantias de acordo com critério pré-estabelecido no próprio regulamento.

A segunda delas, prevista no item 830 do Regulamento do BTC, é a imposição de limites máximos de concentração para as operações de empréstimos de ações por investidor (3%), por intermediário (6,5%) e em relação à totalidade das posições em aberto no mercado (20%), limites esses que quando não observados implicam no encerramento compulsório dos empréstimos excedentes, podendo a CBLC, a seu critério, proibir o registro de novas operações de empréstimo. Interessante mencionar que esses limites, embora não impeçam o alinhamento de investidor com esse propósito, acabam por restringir as possibilidades de utilização do instrumento para concentrar poder de voto. Sobre a questão do empréstimo de ações e os problemas relacionados ao exercício do poder de voto, trataremos mais especificamente em momento oportuno.

٠

Contribui ainda para que o sistema de controle brasileiro seja mais eficiente, o que está intimamente ligado ao fato de que o registro das operações é feito de maneira

valor das garantias a serem apresentadas pelo Investidor tomador de Ativos, está disposta no Capítulo V destes Procedimentos Operacionais."

30. "A CBLC estabelece limites de concentração por Investidor, por Participante de Negociação e para todo o mercado para atuação no BTC. Os limites de concentração fixados para as operações de empréstimo de ações são: – Limite por mercado (totalidade das posições em aberto); – Totalidade das posições: 20%; – Limite por Investidor; – Totalidade das posições: 3%; – Totalidade das posições a descoberto: 3%; – Limite por Investidor; – Totalidade das posições: 3%; – Totalidade das posições a descoberto: 5%; – Totalidade das posições: 6,5%; – Totalidade das posições: 6,5%; – Totalidade das posições: 6,5%; – Totalidade das posições a descoberto: 6,5%."

centralizada, a existência de informações atualizadas a cada quinze minutos ao público em geral sobre o volume total alugado por ativo, assim como a oferta de valores disponíveis para empréstimo, juntamente com as respectivas quantidades e taxas. Soma-se a isso ainda, no caso das companhias abertas, a obrigatoriedade, prevista no art. 12 da Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002, de divulgar as posições detidas por investidores que superem 5% do total de ações de determinada companhia, ainda que parcela dessa porcentagem seja composta por ações alugadas.

Outra vantagem do nosso sistema é o fato de o portador das ações ser o beneficiário imediato do aluguel, de maneira que o empréstimo dos papéis não pode ser disponibilizado sem sua autorização. A importância disso é facilmente verificada quando tomamos os Estados Unidos como exemplo. Lá, as corretoras são livres para alugar as ações que detém em nome de suas clientes, independentemente da obtenção de prévia autorização. Como o mercado de empréstimo de ações naquele local não é centralizado em uma única instituição, tal qual ocorre por aqui, há de se confiar nas ferramentas de controle de cada corretora ou banco de investimento que são, última análise, bastante discutíveis. Tanto isso é verdade que se verificou em alguns casos recentes que tanto o real proprietário da ação quanto o mutuário receberam o convite para participar da assembleia, o que, naturalmente, levou a uma situação de sobreposição de votos, fenômeno conhecido naquele país como overvoting.31

A conjunção de todas essas características marcantes aplicáveis às operações de empréstimos de ações carreadas no Brasil empresta ao modelo pátrio transparência e segurança tal que impedem que ocorrências como aquelas verificadas nos Estados Unidos

31. Camila Guimarães Hessel, "Riscos do aluguel", in Revista *Capital Aberto*, n. 43, ano 4, mar./2007, pp. 40-43.



sejam verificadas em nosso mercado. Pelo contrário, conforme esclareceu a própria CVM a propósito da divulgação do comunicado editado pela Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO em 1º de outubro de 2008 sobre o tema das vendas a descoberto de ações, o mercado brasileiro "conta com um marco regulatório e com regras impostas por autorregulação que o protegem adequadamente de abuso, ao mesmo tempo em que viabilizam a venda a descoberto". 32

### III. Empréstimo de ações e os problemas relacionados ao exercício do direito de voto

Das características da operação de empréstimo de ações analisadas até o momento, transparece um problema que em relação a ela é indissociável: a quem pertence o direito de votar e como deve ser exercido o direito de voto das ações emprestadas.

Como já exposto, sabe-se que o tomador terá as ações disponíveis em sua carteira durante o período de vigência do contrato, podendo dispor destas livremente, com o direito inclusive de aliená-las. Quanto ao mutuante, uma vez emprestadas, as ações estão temporariamente fora de sua esfera de influência e, portanto, não pode realizar qualquer tipo de operação financeira com elas, estando também além de seus poderes os demais direitos típicos de acionista.

Isso significa que não apenas os direitos de natureza econômica estão fora da esfera de poder do mutuante, mas também os direitos políticos. Ou seja, abrangido pela impossibilidade de exercício está também o direito de voto.

De tal constatação decorrem alguns problemas que dizem respeito especialmente (*i*) à suposta desvinculação entre titularidade

 Nesse sentido, v. divulgação da CVM do comunicado editado pela Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO de 1º.10.2008. de ação e direito voto, (ii) à noção de direitos políticos na sociedade como contrapartida ao poder econômico do acionista, (iii) aos problemas que a desproporção entre investimento e direitos políticos podem trazer, como a utilização de ações emprestadas para exercer influência no poder de comando da sociedade.

## 1. Titularidade da ação e o direito de voto

O tema da dissociação entre titularidade da ação e o direito de voto segue sendo questão bastante polêmica no Brasil,<sup>33</sup> ainda que o sistema tenha sido substancialmente modificado com as alterações introduzidas na Lei das S/A ao art. 118 pela Lei 10.393/2001,<sup>34</sup> Exatamente por isso, uma das principais questões que se colocam à doutrina e à prática sobre empréstimo de ações diz respeito a essa possível dissociação. Afinal, estaria o sistema criando mais um mecanismo para excepcionar a regra segundo a qual a uma ação corresponde um voto?

Nossa resposta parte da já apresentada natureza do instituto para responder negativamente. Mesmo que isso possa parecer paradoxal, é da essência do empréstimo de ações a transferência da própria. Isso, todavia, não é o que ocorre em outras situações clássicas de dissociação entre voto e titularidade.

Na constituição de direitos reais limitados sobre ações, por exemplo, ainda que

33. Sobre a dificuldade dos sistemas de direito continental, especialmente os latinos, em lidar com a dissociação entre direito de voto e titularidade da ação, como ocorre com a proibição de procurações irrevogáveis, cf. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2008, pp. 204 e ss.

34. O que decorre, especialmente da introdução de matéria sobre exercício do poder de controle com caráter vinculativo à sociedade, considerada pela doutrina como assemelhada aos acordos de voto em bloco, utilizados no sistema norte-americano, por meio do qual os acionistas se comprometem a estabelecer comunhão de votos, realizando reunião prévia a fim de decidir, por maioria, o sentido do voto do bloco. Cf. Modesto Carvalhosa, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol. 2, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 521.



haja uma disciplina contratual sobre o voto, há também uma disciplina legal, expressa, segundo a qual não se transfere o direito de voto, mas se disciplina o seu exercício.<sup>35</sup>

Assim, no caso do penhor, ainda que não haja dissociação entre direito de voto e titularidade, é possível que o contrato disponha sobre a necessidade de que o credor ofereça seu consentimento em relação ao sentido do voto.36 Na alienação fiduciária, por sua vez, o direito de voto é resguardado pelo devedor, sendo possível, contudo, fixar limites contratuais ao seu exercício.37 Já no usufruto, a decisão sobre quais as qualidades da ação que serão objeto de uso e gozo de cada uma das partes é direito disponível do acionista e do usufrutuário da ação. Assim, ou haverá um acordo de vontades entre titular da ação e titular do direito real de usufruto, ou haverá um contrato determinando quais direitos incumbem a cada um deles.38

Método ainda mais representativo de dissociação entre titularidade da ação e do direito de voto são os votos por procuração. No sistema americano, por exemplo, é largamente utilizado o voting trust ou o proxy voting, em sofisticadas engenharias de composição de votos especialmente desenvolvidas nos sistemas de dispersão, a fim de possibilitar o chamado controle gerencial das sociedades.<sup>39</sup>

35. Nesse sentido Modesto Carvalhosa, ob. cit., p. 399.

36. Lei das S/A, art. 113: "O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações".

37. Art. 113, parágrafo único: "O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato".

38. "Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário."

39. Reinier Kraakmann, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Heidi Kanda e Edward Rock, *The Anatomy* 

Apesar de serem considerados mecanismos de dissociação do direito de voto e de titularidade da ação, quando há a constituição de direitos reais limitados, haverá uma ação gravada e o diferimento do exercício do direito de voto. Mesmo quando vota em nome próprio, portanto, o titular do direito real o faz porque o seu interesse, na qualidade de credor, de adquirente, ou de beneficiário, o permite. No caso da procuração, por sua vez, o exercício do direito de voto se dará em nome de terceiro, jamais em nome próprio.

Diferentemente do que ocorre na constituição de direitos reais limitados ou no mandato para exercício do direito de voto, no empréstimo de ações há a efetiva transferência da titularidade da ação ao tomador. Essa transferência decorre da própria natureza da operação aqui analisada, ou seja, o empréstimo de ações que se opera em ambiente de câmaras e de prestadores de serviços de compensação e de liquidação.

Essa transferência não é e não pode ser gravada. Nos registros sociais, em nada se diferenciam os direitos do tomador daqueles que detém qualquer titular de ação da mesma sociedade.

Nem poderia ser diferente, tendo em vista que, no âmago do contrato de empréstimo de ações está uma operação do mercado de valores mobiliários e, portanto, necessariamente os títulos emprestados devem ser fungíveis. 40 Se, de alguma forma, as ações fossem gravadas, o sistema de aluguel de ações perderia sua essência.

Efetivamente, a função econômica do contrato de empréstimo de ações listadas em bolsa pressupõe a fungibilidade entre as

of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, New York, Oxford University Press, 2009, Cap. 1.6.1 (versão e-book).

40. Sobre a característica fungibilidade dos valores mobiliários, cf. Nelson Eizirik et. alii, Mercado de Capitais. Regime Jurídico, Rio de Janeiro/São Paulo/ Recife, Renovar, 2008, p. 24; idem, Reforma das S/A e do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 140.





ações tomadas emprestadas. A esse propósito, é de se lembrar que tais negócios surgiram justamente para possibilitar a liquidação de operações de venda e compra de ações.

Caso não houvesse a efetiva transferência da titularidade das ações, ou estas fossem transferidas gravadas com ressalvas sobre direito de voto, portanto, não preencheriam o requisito essencial de fungibilidade, ou seja, de serem iguais umas e outras. Por conseguinte, não teriam aptidão ao negócio jurídico típico do empréstimo de ações regulado pelo mercado de valores mobiliários.

Conforme expusemos acima ao identificarmos no mútuo a natureza jurídica da operação, aqui ocorre a transferência do domínio da coisa emprestada do mutuante ao mutuário. Este, por sua vez, fica obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Há, pois, uma transferência de titularidade, assim como há transferência de titularidade nos mútuos que têm a moeda como objeto.

Não se pode sequer supor que o tomador detém a ação a título precário. A transferência é definitiva, apenas existindo uma obrigação do tomador de restituir ações do mesmo *gênero*, *qualidade* e *quantidade*, podendo ser, portanto, as mesmas que recebeu ou quaisquer outras que vier a buscar no mercado para o cumprimento de sua obrigação.

O caráter definitivo da transferência de titularidade das ações em operações de empréstimo já foi objeto de análise pela CVM, que apresenta posição consolidada a esse respeito.

Assim ocorreu no Processo Administrativo CVM n. SP/2006/0180, com base na conceituação contida no *site* da CBLC,<sup>41</sup> no

41. <a href="http://www.cblc.com.br">http://www.cblc.com.br</a>: a operação de empréstimo "consiste na transferência de títulos da carteira do investidor para satisfazer necessidades temporárias de um tomador, que precisa de títulos para suporte de sua atividade de trading ou para fazer frente à falta de papéis na liquidação de operações de venda já realizadas".

sentido de que "as ações são transferidas para a titularidade do tomador, pertencendo a este até o final do prazo de empréstimo pactuado e que, uma vez transferidas as ações objeto do empréstimo, o tomador pode fazer com elas o que bem entender, desde que cumpra com as obrigações pactuadas e retorne as ações ao doador na data aprazada". <sup>42</sup> Em outro caso, <sup>43</sup>

42. Processo Administrativo CVM n. SP/2006/0180, Reg. Col. n. 5.435/2007. Diretor-Relator: Eli Loria. Assunto: Recurso contra decisão do Fundo de Garantia da Bovespa – FG n. 01/2006. Reclamante: Sérgio Paulo Hillebrand; Reclamada: Diferencial CCTVM S/A; Recorrente: Sérgio Paulo Hillebrand. O caso discutia a possibilidade de operar-se empréstimo de ações em bolsa e fora dela, bem como consequente aplicação de normas relativas ao Fundo de Garantia, próprias do ambiente de bolsa. Embora vencido, o voto do Diretor-Relator não foi atacado quanto a este ponto.

43. Processo RJ/2008/2207 e RJ/2008/2067, Reg. n. 5984/2008. Relator: SEP. Pedido de Autorização para empréstimo de ações mantidas em tesouraria. Requerente: Metalúrgica Gerdau S/A.

"Trata-se de solicitação de Metalúrgica Gerdau S/A de autorização prévia especial para realização de operações privadas com ações de sua própria emissão, mantidas em tesouraria, com a finalidade de realizar operação de empréstimo destas ao respectivo estabilizador de preços, com fulcro no art. 23 da Instrução n. 10/1980. A Superintendência de Relações com Empresas - SEP entendeu que, apesar da operação de aluguel de ações não constar, de forma literal, do rol das exceções à regra que veda a companhia negociar com suas próprias ações (art. 30 da Lei das S/A) a operação pode ser encarada como uma alienação, como relatou o ex-Diretor Pedro Marcilio, em decisão do Colegiado de 31.10.2006 (Proc. RJ/2006/6521). A área técnica citou como precedente, ainda, o deferimento do pleito de Ultrapar Participações S/A em reunião de 12.4.2005 (Proc. RJ/2005/2027). Dessa forma, pelo exposto no Memo/SEP/GEA-2/040/08, o Colegiado deliberou conceder a dispensa pleiteada por Metalúrgica Gerdau S/A, autorizando-a a realizar operações privadas de empréstimo para fins de estabilização de preços, respeitados os demais limites impostos na Instrução 10/1980, principalmente no seu art. 3º. (...).

"Da Análise e Conclusão

"1. A priori, entendemos que, apesar da operação de aluguel de ações não constar, de forma literal, do rol das exceções ao art. 30, que veda a negociação, por uma companhia, de ações de própria emissão, a operação pode ser encarada como uma alienação, conforme bem relatou o ex-Diretor Pedro Marcílio em decisão do Colegiado, em 31 de outubro de 2006 (Processo CVM RJ/2006/6521): dispõe o art. 587 do Código Civil, o



 $\odot$ 

tratando sobre pedido de autorização para empréstimo de ações mantidas em tesouraria, <sup>44</sup> a CVM entendeu que, tendo em vista a mudança de titularidade das ações, o empréstimo configuraria alienação e, portanto, seria possível o empréstimo de ações mantidas em tesouraria pela sociedade.

Em quatro recentes decisões da CVM sobre uma mesma operação societária,<sup>45</sup> e

empréstimo de ações 'transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário', e a própria alínea (c) do art. 30 da Lei 6.404/1976 admite a alienação das ações adquiridas para permanecerem em tesouraria. Assim, ao emprestar as ações em tesouraria, a companhia as estaria alienando na forma da Lei, e as restrições de direitos mencionadas como fundamento da regra poderiam deixar, em tese, de ser justificáveis.

"2. Em caso precedente, o Colegiado, em 12 de abril de 2005, deferiu o pleito de Ultrapar Participações (Processo CVM RJ/2005/2027), acompanhando o voto do ex-Diretor Sr. Wladimir Castelo Branco Castro, que teceu as seguintes justificativas: sendo o procedimento de estabilização atrelado ao de oferta pública – o qual é dotado de uma divulgação abrangente das informações referentes às características dos valores mobiliários distribuídos e da oferta pública de ações – não vislumbro, em princípio, nenhum prejuízo à ampla divulgação de informação e à transparência das transações."

(

44. Lembre-se aqui que a Lei das S/A proíbe as negociações da sociedade consigo mesma, proibindo que faça circular ações mantidas em tesouraria, nos termos do art. 30.

"Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º. Nessa proibição não se compreendem: (...); b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; (...); § 4º. As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto."

45. Cf. quatro decisões do Colegiado da CVM, todas elas datadas de 16.2.2012, e ligadas a reclamações originadas de operação envolvendo reestruturação societária das companhias Tele Norte Leste Participações S/A ("TNLPar"), Telemar Norte Leste S/A ("Tmar"), Coari Participações S/A ("Coari") e Brasil Telecom S/A ("BrT"), ligadas à operadora de serviços de telefonia celular, a "Oi": (i) Recurso contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") no Processo Administrativo CVM n. SP/2011/0304, Reg. Col. n. 8.103/2012. Recorrente: Nerci Roque Taschetto Baccin, Clube de Investimento Portfolio; Assunto: Exercício do direito de recesso por acionistas que contrataram o "empréstimo" de suas acões: Diretor-Relator:

diante de mais acirrada polêmica, a discussão esteve centrada no exercício do direito de recesso. Na situação em referência, titulares de ações que, durante algum lapso de tempo, foram objeto de empréstimo de ações, buscaram junto a CVM ter reconhecido o seu direito de recesso. Os recursos estiveram fundados em dois pontos: (i) se a titularidade a ser considerada para o exercício do direito do recesso, na data do anúncio da operação, deveria ser a do tomador ou a do doador; e (ii) se haveria interrupção da titularidade das ações em função de empréstimo de ações ocorrido entre o anúncio da operação e a data do exercício do direito de recesso.

Em função do já consolidado entendimento de que, tendo o acionista emprestado suas ações, não detém mais sua titularidade, a CVM rechaçou as teses dos recorrentes/ reclamantes. As decisões da CVM podem ser bem resumidas pelo seguinte trecho: "nos contratos de empréstimos de ações em aberto na data do fato relevante que anunciou a operação (...), são os tomadores das ações, e não os doares, os possuidores do direito de retirada, na incorporação da Tele Norte Leste Participações S/A pela Brasil Telecom S/A,

Otavio Yazbek; (ii) Processo Administrativo CVM n. RJ/2012/0249, Reg. Col. n. 8.104/2012. Interessados: Green HG Fund LLC, Green II Fund LLC, CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento em Ações, CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado, Telemar Norte Leste S/A; Assunto: Exercício do direito de recesso; Diretora-Relatora: Luciana Dias; (iii) Recurso contra entendimento da SEP (entendimento da Superintendência de Relações com Empresas manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/N. 034/12, de 2.2.2012) no Processo CVM n. RJ/2012/1312, Reg. n. 8.118/2012. Recorrente: Dynamo Administração de Recursos e Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda. Assunto: Exercício do direito de recesso; Relator: SEP; (iv) Reclamação no Processo Administrativo CVM SP/2012/0028, Reg. n. 8.119/2012. Relator: SEP; Reclamante: G5 Total Master Return Fundo de Investimento Multimercado e Trieste II LLC; Assunto: Reclamações a respeito de questões relativas ao direito de recesso no âmbito da reorganização societária do "Grupo Oi"; Relator: SEP.

46. Parecer da área técnica no Processo CVM n. SP/2012/28, à SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n. 032/12, de 14.2.2012.



desde que mantenham sua posição de titulares das ações da Companhia até a deliberação assemblear".

Da conclusão no sentido de que há transferência de titularidade ao tomador advém a inafastável consequência de que também a ele se transfere o direito de voto. Não fosse assim, a ação não estaria apta à circulação, e o empréstimo não atingiria seu fim econômico. A transferência do voto no empréstimo não é um acontecimento estranho: é, sim, da própria natureza da operação.

Daí se concluir que no empréstimo de ações não há dissociação entre direito de voto e titularidade da ação. Por esse ângulo, não há aqui contraposição aos preceitos da doutrina tradicional no sentido de que a cada ação cabe um voto.<sup>47</sup>

Tão logo perfectibilizado o empréstimo das ações, o tomador estará no pleno gozo dos direitos sobre a ação e fará com elas o mesmo que qualquer outro sócio, como sócio, o faria, o que inclui o direito de votar, de acordo com os limites impostos pela Lei das S/A (como aqueles do art. 115, v.g.).

Proporcionalidade
 entre poder econômico
 e poder político nas sociedades:
 o problema da "compra de votos"
 por meio de empréstimo de ações

Não é novidade o estudo da quebra de proporcionalidade entre poder decisório e efetivo investimento na sociedade, como o proporcionado pela utilização dos clássicos sistemas piramidais, e, nos casos de dispersão acionária, pelos voting trusts e os elaborados sistemas de votação por procuração (proxy machinery). O marco da constatação da dissociação entre poder decisório e titularidade

47. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009. de ações está na lição de Berle e Means, ainda no início do século XX.<sup>48</sup>

A lição de Hu e Black,<sup>49</sup> no entanto, indica diferentes situações nos modelos contemporâneos de atuação no mercado de capitais nas quais há dissociação de fato entre o investimento do acionista e o poder de voto por ele detido. Neles se modificam até mesmo as situações a respeito de negociações diretas sobre voto. Nos mecanismos chamados por eles de *new vote buying*, as partes não transacionam o voto efetivamente, mas sim os direitos econômicos que estão a ele atrelados,<sup>50</sup> gerando distorções na clássica regra da proporcionalidade.

48. Adolf A. Berle e Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Co., 1932.

49. Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in Southern California Law Review, vol. 79, n. 4, USC Gould School of Law, mai./2006, pp. 811-908; idem, "Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms", in Business Law, vol. 61, mai./2006, pp. 1.011-1.070.

50. Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in Southern California Law Review, vol. 79, n. 4, cit., p. 862: "In general, the vote buying cases are unlikely to reach new vote buying without a major change in current doctrine. Schreiber defines vote buying as a voting agreement supported by 'consideration personal to the stockholder, whereby the stockholder divorces his discretionary voting power and votes as directed'. The focus is on a vote seller who transfers the voting right to a vote buyer.

"The new vote buying falls outside this definition. For instance, a new vote buyer can acquire voting rights through a two-step process that involves neither a vote sale nor a transfer of voting rights: first, purchase shares; and second, shed the economic rights associated with those shares, leaving the share purchaser holding only the voting rights associated with the shares. Consider the Perry-Mylan situation. Perry purchased Mylan shares, and entered into equity swaps which hedged its economic ownership. Neither step involved either a vote seller or a transfer of voting rights. Instead, these transactions involved a share purchaser and a transfer of economic interests. Indeed, both were perfectly ordinary market transactions: a share purchase and a hedging transaction. Similarly, insiders using collars retain voting rights while shedding economic ownership. Again, the decoupling is achieved by two normal



Esse fenômeno tem relação com uma nova fase da evolução da desvinculação entre poder econômico e poder decisório, relacionado à capacidade dos investidores institucionais (especialmente *hedge funds*).<sup>51</sup> Anteriormente, tais investidores não detinham capacidade suficiente para influenciar nas decisões sociais.

Na última década, contudo, tais investidores vêm constatando que sua atuação, por meio do voto (ativismo institucional) pode modificar consideravelmente as proporções de seus rendimentos.

Entre as novas técnicas de "compra de votos" identificadas pelos autores americanos, está a utilização de operações de empréstimo de ações.

Tal situação ocorre porque, se é possível afirmar que nas operações de empréstimos de ações o voto segue como indissociável da ação, também podemos afirmar que nelas não se mantém a relação de proporcionalidade entre poder político e poder econômico na sociedade.

De fato, a teoria clássica propõe a correspondência entre direito de voto e investimento na sociedade por pressupor um interesse positivo no rendimento que poderá advir com a lucratividade da sociedade. Nesse sentido, o poder do voto acompanharia o risco corrido pelo investidor e, portanto, seria proporcional à pretensão residual que ele tem sobre o resultado da companhia.

market transactions-the purchase of shares and the hedging of economic risk-rather than a single suspect purchase of votes."

51. Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in *Southern California Law Review*, vol. 79, n. 4, cit., p. 818:

"What is new is investor ability to do so on a large scale, declining transaction costs due to financial innovation, and a trillion dollar – plus pool of sophisticated, lightly regulated, hedge funds, free from confliction of interest and concerns with adverse publicity that may deter other institutional investors from using decoupling strategies".

Trata-se da noção contida na máxima one share, one vote, extraída da clássica lição de Easterbrook e Fischel. 52 Com base na teoria econômica, sustentam os professores da Escola de Chicago que há uma racionalidade na opção legislativa acerca da conferência do direito de voto como mecanismo que viabiliza o exercício do controle aos sócios de uma sociedade, e não a outros de seus stakeholders. 53

A alteração do padrão determinado pela máxima segundo o qual a uma ação deve corresponder um voto contribuiria de maneira relevante para o aumento dos *agency costs*.

Assim, a análise econômica da "teoria da agência" nas sociedades apontaria para o sentido de que quanto mais equitativa a correspondência entre poder de voto e poder econômico, menores serão os custos de representação implicados no conflito de interesses entre representados (sócios) e representante.<sup>54</sup>

Na visão de Martin e Partnoy, contudo, essa regra de proporcionalidade parte de assunções artificiais,<sup>55</sup> gerando um sistema

- 52. Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, "Voting in Corporate Law", in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, pp. 395-427, p. 410: "[i]t is not possible to separate the voting right from the equity interest" (...) "one who wants to buy a vote must buy the stock too".
- Daniel Fischel e Frank H. Easterbrook, The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, Harvard University Press, 1998, pp. 67-68.
- Robert Charles Clark, Corporate Law, Boston/Toronto, Little, Brown and Co., 1986, pp. 93-95
   a 389-400.
- 55. Shaun P. Martin e Frank Partnoy, "Encumbered Shares", in *University of Illinois Law Review*, n. 3, vol. 2005, pp. 775-813, especialmente p. 788: "The homogeneity assumption that underlies the one-share/one-vote rule, however, is untenable for several different reasons. First, as abundant evidence demonstrates, shareholders as individuals are not homogeneous. The behavioral finance literature has demonstrated that demand curves for financial assets often slope downward, and that different shareholders accordingly have dramatically different preferences. Moreover, the empirical fact that shares with stronger voting rights are more valuable is inconsistent with assumed homo-





ineficiente. Como exemplo, mencionam alterações legais que quebraram essa proporcionalidade em alguns sistemas, <sup>56</sup> e outras, decorrentes de novas figuras do mercado, como no já exposto *short selling*, determinam distorções entre direito de votar em assembleia (dependente do registro) e efetiva titularidade de ações.

Há, dessa maneira, aumento da disparidade entre o poder de decisão e o poder econômico, diminuindo a eficiência do sistema. Com isso, é acrescido benefício para o controle, ou para as *emcumbered shares*, cujo investimento será menor do que o poder por ele detido, ocorrendo o contrário com as *unencumbered shares*.<sup>57</sup>

geneity. If shareholders had uniform expectations, they would (correctly) assume that their colleagues would vote the same way they would, and hence votes would have little or no value. Conversely, shareholders with heterogeneous expectations would expect that their colleagues, if they controlled the firm, might act in ways contrary to their own interests, and they would hence view the preservation of their vote as both important and valuable. The available evidence is thus inconsistent with alleged homogeneity".

56. No modelo francês, por exemplo, deixou-se de atribuir voto, em algumas situações, a pequenos investidores, limitando-se a quantidade de votos do acionista majoritário. Nesse sentido: Shaun P. Martine e Frank Partnoy, "Encumbered Shares", in *University of Illinois Law Review*, n. 3, vol. 2005, pp. 775-813, esp. p. 783.

57. Idem, pp. 775-813, especialmente p. 813: "Because of financial innovation, many shares are economically or legally encumbered. Shareholders do not uniformly have appropriate incentives to make discretionary decisions, and shareholders do not always have a residual claim to a corporation's income or assets. Shareholders are not the only parties who receive the marginal gains (and incur the marginal costs) of corporate decisions; indeed, encumbered shareholders might be indifferent or hostile to gains (and instead embrace losses).

"The corporate law literature has argued that the one-share/one-vote rule is, and should be, the dominant rule and practice. We have shown, however, that this argument is based on assumptions that do not hold. Given the proliferation of financial innovation and economic and legal encumbrances, the one-share/one-vote principle no longer constitutes a uniformly efficient rule of corporate governance, if it ever did."

Ao se compreender que, no caso do empréstimo de ações, o voto está "incluído no pacote" do tomador da ação, resta patente tratar-se de hipótese em que está presente esse desequilíbrio. Efetivamente, não há no empréstimo de ações o interesse residual característico do acionista. Além disso, o preço que o tomador paga pelo empréstimo é significativamente menor do que aquele que se pagaria pela compra da ação.

Há, portanto, evidente desproporção entre o direito político adquirido (voto), o investimento feito na sociedade (preço pago pelo empréstimo<sup>58</sup>), e a pretensão do tomador (que não é, em regra, o interesse na lucratividade ou no direito residual à participação na sociedade, mas sim o retorno total das posições financeiras por ele detidas).

Ao atuar por meio de empréstimo de ações, portanto, invariavelmente o investimento será desproporcional ao poder de voto. Hu e Black<sup>59</sup> chamaram tal situação de "empty voting". Para eles, o voto é vazio porque o risco assumido pelos tomadores é próximo a zero. Já que não deve participar do rateio residual, o sócio não participa das perdas econômicas que teria o investidor decorrentes de suas decisões sociais. De acordo com os autores, portanto, são empty voters aqueles cujos direitos de voto excedem substancialmente o valor econômico líquido de sua titularidade.<sup>60</sup>

58. O custo na maioria das sociedades americanas analisadas em pesquisa a esse respeito ficou próximo de 1% ao ano. Cf. Christoffersen, Susan Kerr, Geczy, Christopher Charles, Reed, Adam V. e David K. Musto, "Vote trading and information aggregation (january 2007)", AFA 2006 Boston Meetings Paper, Sixteenth Annual Utah Winter Finance Conference, ECGI – Finance Working Paper n. 141/2007, disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=686026.

59. "Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms", in *Business Law*, vol. 61, mai./2006, pp. 1.011-1.070.

60. "We characterize as 'empty voters' any persons whose voting rights substantially exceed their net economic ownership" (Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in *Southern California Law Review*, vol. 79, n. 4, cit., p. 825).





O *empty voting* nem sempre será negativo para o mercado. De fato, por deterem melhor nível de informação do que o investidor comum, os investidores institucionais estão aptos a proferir voto mais qualificado. 61 Contudo, em situações extremas de desproporção entre o interesse no voto e o interesse econômico, poderá surgir não apenas um interesse nulo no poder de voto, mas até mesmo um interesse negativo no exercício do direito de voto. 62

Nessa hipótese, o investidor poderia, propositadamente, provocar perdas à sociedade. Com isso, sua atuação poderia vir a ser determinante para a queda do preço das ações, visando maiores ganhos no mercado especulativo. Como incumbe ao tomador a restituição das ações, a baixa de seu preço poderá interessar a ele, pois poderá operar com os títulos de modo a vendê-los em alta readquiri-los em baixa para a restituição. A aferição do interesse negativo, contudo, será uma questão circunstancial, clamando por análise caso a caso.

Há que se considerar, de toda sorte, que o voto não é de regra o vetor determinante das operações de empréstimo de ações.

61. É de ser lembrada aqui a clássica lição de Henry Manne, que observou que o mercado de votos tem a função de mover os votos para as mãos de acionistas melhor informados ou "who know how to use [them] most profitably" (Henry G. Manne, "Some theoretical aspects of share voting", in Columbia Law Review, vol. 64, 1964, pp. 1.427-1.444); no mesmo sentido, Robert Charles, "Vote buying and Corporate Law", in Case Western Reserve Law Review, vol. 29, cit., pp. 776-797, ao entender que a compra de votos pode ser considerada a forma mais barata de se ter alguém interessado em atingir resultados em beneficio da companhia.

62. "Sometimes they hold more votes than economic ownership, a pattern we call 'empty voting'. That is, they may have substantial voting power while having limited, zero, or even negative economic ownership. In the extreme situation of negative economic ownership, the empty voter has an incentive to vote in ways that reduce the company's share price" ("Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms, *Business Law*, vol. 61, cit., pp. 1.011-1.070, p. 1.011).

Nesse sentido aponta-se para a constatação de que nem sempre será possível afirmar que o voto agrega valor à ação. Muito pelo contrário: pesquisas 4 apontam que o voto terá valor econômico mensurável em situações excepcionais, quando o que está em jogo é a aquisição do controle.

No caso do empréstimo, geralmente o objetivo visado pelo investidor não está no exercício do direito de voto, mas sim no cumprimento de obrigações assumidas no mercado. 65 Hu e Black, contudo, localizaram algumas situações em que o empréstimo de títulos foi utilizado de maneira diversa, passando o voto, e a diferença de preços que seu exercício pode gerar no mercado, a ser elemento crucial na eleição da espécie de operação a ser utilizada por parte dos investidores institucionais. 66

Em tais circunstâncias, o empréstimo de ações teria sido utilizado, segundo HU e BLACK, como um mecanismo de *vote buying*. Dentre os rumores sobre casos de compra de votos por eles identificados (cerca de 20 casos por volta do ano de 2002), ao menos dois seriam casos de empréstimo de ações.

- 63. Cf. Shaun P. Martin e Frank Partnoy, "Encumbered Shares", in *University of Illinois Law Review*, n. 3, vol. 2005, pp. 775-813, especialmente p. 788: "Moreover, the empirical fact that shares with stronger voting rights are more valuable is inconsistent with assumed homogeneity. If shareholders had uniform expectations, they would (correctly) assume that their colleagues would vote the same way they would, and hence votes would have little or no value".
- 64. Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in *Southern California Law Review*, vol. 79, n. 4, cit., p. 855.
- 65. Assim, por exemplo, liquidação de operações de compra e venda de ações, como no caso das já mencionadas *short selling*, ou mesmo a simples obtenção de rendimentos em sua carteira de títulos, por meio da combinação de diversas operações especulativas.
- 66. Henry Hu e Bernard Black, "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", in *Southern California Law Review*, vol. 79, n. 4, cit., especialmente pp. 816-817.
  - 67. Idem, p. 818.









(

Dentre eles, o Caso British Land – Laxey Partners<sup>68</sup> foi considerado o primeiro de "record date capture strategy", ou seja, em que se observou uma movimentação atípica de empréstimo de ações de uma companhia próximo à data da contabilização de acionistas aptos a votar.

Reportam os autores que em 2002 Laxey Partners, um fundo de *hedge* na administração da British Land (companhia inglesa de incorporação imobiliária) passou a sofrer a contestação de um de seus acionistas quanto ao seu desempenho. Visava a saída do presidente do conselho de administração e diretor principal e a dissolução da sociedade. A particularidade do caso foi o fato de Laxey Partners ter subitamente multiplicado sua participação no capital votante de 1% para 9%, adquirindo 42 milhões de ações em empréstimo às vésperas da realização da assembleia.<sup>69</sup>

No caso, mesmo investidores renomados por suas políticas de boa governança haviam emprestado ações à Laxey sem supor a possibilidade de utilização para a influência no poder da companhia. A administração de British Land chamou a estratégia de "renta-a-voting", acusando de abusiva a atitude da Laxey. Por sua vez, Laxey Partners justificou sua estratégia como consequência da má gestão.<sup>70</sup>

Em outro caso, considerado mais grave, ocorrido em Hong Kong, o empréstimo de ações foi utilizado para evitar a aprovação de uma operação e, com isso, provocar a queda do valor das ações e o ganho do investidor por meio de especulação no mercado. Trata--se do caso Henderson Land – Henderson Investment.<sup>71</sup>

Henderson Land era construtora e incorporadora imobiliária de Hong Kong e detinha

68. Idem, p. 817.

69. Idem, p. 834.

70. Idem, p. 834.

71. Idem, pp. 834-835.

aproximadamente 75% do capital social de sua subsidiária Henderson Investment. Por meio de uma oferta pública de aquisição, pretendia adquirir as ações remanescentes e fechar seu capital. A oferta havia sido bem recebida pelos demais acionistas, que haviam firmado um acordo segundo o qual, uma vez aprovado pela maioria dos acionistas minoritários, teria efeito vinculante quanto aos demais. Com a aprovação da oferta de aquisição, portanto, Henderson Land teria o direito de adquirir todas as ações remanescentes de Henderson Investment.

A notícia no mercado provocou a alta dos preços das ações da Henderson Investment. Em função da grande participação societária detida por Henderson Land e o apoio de diversos acionistas, a operação era tida como aprovada.

De acordo com a legislação de Hong Kong, a aquisição poderia ser impedida se contasse com votos contrários de 10% do total das ações em circulação (2,5%, portanto, do total de ações no caso). No entanto, quando a assembleia foi realizada, o percentual de 2,7% do capital social foi contrário à aquisição, frustrando a operação. No dia seguinte, as ações da companhia caíram 17%.

Após a assembleia, as evidências indicavam ter havido um aumento substancial na demanda por ações de emissão de Henderson Investment para empréstimo por fundos de investimento, justamente no período anterior à data de realização da assembleia. Logo após, aproveitando-se da informação de que a operação seria rejeitada, os fundos teriam vendido as ações ainda em alta. <sup>72</sup> Com a divulgação do resultado da operação, e a queda de seu preço, teriam readquirido ações a um preço muito inferior, lucrando com a diferença entre o preço de aquisição das ações emprestadas e o preço de restituição do empréstimo.

72. Realizando as chamadas operações short selling.



Diante desse tipo de situação, os sistemas regulatórios americanos passaram a prestar mais atenção nos mecanismos de empréstimo de ações e na sua utilização com influências negativas no mercado. Especialmente após a crise de 2008, determinou-se o aumento do nível de transparência de informações, como já em 2006 propunham Hu e Black.

Contra essa tendência regulatória, Schouten<sup>73</sup> sustenta que as políticas excessivas relativas à abertura de informações aumentam demasiadamente os custos de transação e diminuem a eficiência do voto. Ademais, segue a linha daqueles segundo os quais o *empty voting* pode ser mais saudável que maléfico para a companhia, já que o voto se dará por um investidor mais qualificado.

Para ele, as tradicionais formas de barrar a compra de voto, utilizadas pela corte de Delaware, encaminhariam melhor a questão sobre a legitimidade do sistema de compra de votos – repudiando as estratégias abusivas *a posteriori* – se comparadas à intervenção excessiva da regulação, ao banir comportamentos que poderiam ser positivos ao mercado.

 Casos de empréstimo com implicações sobre poder de voto analisados pela CVM e o sistema brasileiro de contenção de abusos

A despeito de ainda não se poder dizer que no Brasil já exista um sistema societário com efetiva dispersão de mercado, em 2006 se observou uma situação em que possivelmente tenha ocorrido o que, na teoria de Hu e Black, seria um mecanismo de compra de votos por meio do empréstimo de ações.

No mesmo ano da publicação do trabalho dos americanos, no Brasil aconteceria uma operação de reestruturação societária do

73. Michael C. Schouten, "The mechanisms of vote efficiency", in *Columbia Business Law Review*, 2010, pp. 763-834, em especial pp. 822 e ss.

Grupo Telemar no qual houve a constatação de comportamentos atípicos relativamente ao empréstimo de ações. Nos termos do Fato Relevante divulgado em 17 de abril de 2006, a reestruturação incluiria, "entre outros: (i) a incorporação de ações de Tele Norte Leste Participações S/A ('TNL'); (ii) a conversão de ações preferenciais da Telemar Norte Leste S/A ('Tmar'), controlada da TNL, em ações ordinárias; e (iii) a migração das ações ordinárias de Tmar para a Telemar Participações ('TmarPart'), controladora da TNL (fls. 12-20)".74

Em 13 de setembro de 2006 o acionista da NTL, Argúcia Income Fundo de Investimento em Ações, apresentou reclamação à CVM, alegando, dentre outros, a prática de aliciamento de votos através do aluguel de ações de Fundos de Investimentos o que definiu como sendo "testas de ferro" dos controladores. Pretendia, com isso, impedir a participação dos controladores, de maneira direta ou, indiretamente ou por pessoa interposta, na assembleia que estava por acontecer, com a determinação pela CVM de seu impedimento de votar.

Com base na ausência de comprovação de que houvera "aliciamento" e no fato de que o tomador de ações exerce o voto na qualidade de seu titular, nos termos dos arts. 586 e 587 do Código Civil, entendeu a CVM, contudo, por repelir a reclamação do acionista, sustentando que "não caberia à CVM, (...), intervir no sentido de determinar o impedimento de voto *a priori* de ações alugadas da TNL na assembleia que deliberará sobre a incorporação de ações dessa Companhia. Eventuais abusos que possam vir a ser cometidos pelos acionistas com base em ações, provenientes de aluguel ou não, poderão ser objeto de investigação *a posteriori*".

74. Comunicado GEA-4, de 23.10.2006, no Processo CVM RJ/2006/7166, SEP MEMO/CVM/ SEP/GEA-4/n. 099/06. Assunto: Reclamação de acionista – Impedimento de voto, Tele Norte Leste Participações S/A.





De acordo com a decisão, "as ações sob aluguel conservam seus atributos originais" e, portanto, "durante a vigência do contrato, detém a condição de sócio da Companhia, podendo exercer direito de voto que a elas for inerente, salvo se o contrato entre as partes dispuser de forma diversa".

Na mesma decisão, destacou a CVM os limites operacionais impostos pelo sistema regulatório, contidos nos arts. 2º e 3º da Instrução CVM n. 283, de 10 de julho de 1998: (i) limite de mercado de 20% do total das ações em circulação; (ii) limite por investidor de 3% das ações em circulação no mercado; e (iii) limite por intermediário de 6,5% das ações em circulação. Segundo a CVM, é por meio desse sistema que "as operações desta natureza submetem-se a normas específicas expedidas pelas entidades autorreguladoras competentes que previnem a concentração de contratos e posições no mercado".

Também ligado à operação de reestruturação do Grupo Telemar, em outro caso<sup>75</sup> aventou-se a existência de aliciamento de votos por meio do empréstimo de ações. A alegação do acionista, nesse caso, era de o controlador fazia operações de "aluguel de ações" a pessoas indicadas pelos controladores – uma versão da *proxy machinery* – em que o acionista "aluga" suas ações e o "locatário" comparece à assembleia em nome próprio e não como procurador. O caso teve origem em pedido feito por Polo Norte Fundo de Investimento Multimercado e por Brandes Investment Partners L. P. Nos termos do art. 124, § 5º, inciso II, da Lei n. 6.404/1976, requeriam a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Tele Norte Leste Participações S/A ("TNLP") a realizar-se no dia 13.11.2006.

75. SGE MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n. 102/06DE: SEP/GEA-4. Data: 6.11.2006. Proxy Machinery – Extensão do impedimento de voto. Assunto: Pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembleia Geral Extraordinária – Art. 124, § 5º, inciso II, da Lei n. 6.404/1976 – Tele Norte Leste Participações S/A. Processo CVM RJ/2006/7840.

No caso, sustentou-se que "os controladores estariam utilizando um administrador da Companhia para aliciamento, em seu interesse particular, de preferencialistas para aprovar a incorporação de ações". De acordo com o reclamante, "A partir da divulgação do Fato Relevante de 17.4.2006 e, mais intensamente, a partir da decisão da CVM exarada no Parecer de Orientação CVM n. 34/2006, vem ocorrendo o 'aluguel de ações' a pessoas indicadas pelos controladores uma versão da proxy machinery, mecanismo tradicionalmente conhecido para perpetuação de administradores com exploração do absenteísmo do corpo acionário – onde o acionista 'aluga' suas ações e o 'locatário' comparece à assembleia em nome próprio e não como procurador".

Insta referir aqui que o Parecer de Orientação CVM n. 34, de 18 de agosto de 2006, encaminhou a interpretação a ser adotada para diferenciar os casos de beneficio particular e de conflito de interesses dos acionistas. Considerando que o interesse particular é uma situação objetiva, entendeu a CVM que o impedimento de voto se daria *a priori*, enquanto no conflito de interesses, dependente de uma análise de situações externas, o controle somente seria possível *a posteriori*. 76

76. Conforme se lê da conclusão do parecer: "Em situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembleia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas acões, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia.

"Da mesma forma, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na





Assim, em casos como o da Telemar, em que a proposta atribua valor diferente às ações de emissão da companhia detidas pelo controlador, e às demais ações de sua emissão, oferecendo a compra de ações por diferentes preços, algumas ações teriam vantagem na operação. Estariam, assim, a priori, impedidas de votar segundo a CVM por um critério objetivo. Mas nessa hipótese os acionistas detentores de diferentes classes de ações não estariam impedidos a priori de votar. Ademais, a aquisição de ações por meio do mecanismo do empréstimo, nos termos do julgado anterior, foi considerada legítima, afastando aferições subjetivas sobre suposto aliciamento de votos.

Por fim, também relativamente ao Grupo Telemar, foi repelido processo administrativo sancionador, instaurado em 22 de setembro de 2006, em que investidor institucional era acusado de utilizar-se de posição não equitativa para obtenção de benefícios por meio de empréstimo de ações.<sup>77</sup> A finalidade do procedimento administrativo instaurado era a de apurar eventuais irregularidades em negócios realizados com ações de emissão da Tele Norte Leste Participações S/A ("TNL")

٠

Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferenca de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados) oferecesse a compra de ações por diferentes precos no sentido de que as ações que teriam vantagem na operação estariam, a priori, impedidas de votar, por um critério objetivo. Contrário senso, não seria considerada a priori a posição subjetiva do acionista (como, por exemplo, aquele que detém razões externas conflitantes), somente cabendo a análise do impedimento de voto nesses casos a posteriori.'

77. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 11/2006. Acusados: Hedging Griffo Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffo Asset Management S/A, Luis Stuhlberger. Relator: Marcos Barbosa Pinto. e da Telemar Norte Leste S/A ("Tmar") nos dias 17 e 18 de agosto de 2006.

A origem do procedimento fora o fato de que em 17 de abril de 2006, a Tmar e a TNL informaram ao mercado sua intenção de realizar a aqui já descrita reestruturação societária, na qual se atribuía às ações de controle das companhias envolvidas um valor superior ao valor das demais ações ordinárias e, principalmente, ao valor das ações preferenciais. De acordo com a constatação da CVM teria havido uma valorização das ações da TNL após a publicação de fato relevante, em 16 de agosto de 2006, no qual se comunicava que a reestruturação seria realizada sem oferta pública secundária. No mesmo dia, a CVM publicaria o já referido Parecer de Orientação n. 34, dispondo sobre impedimento de voto em operações de incorporação de ações que atribuam diferentes valores para ações de uma mesma companhia.

No pregão seguinte, as ações ordinárias desvalorizaram aproximadamente 20%, constatando a CVM negociações atípicas, com uma grande movimentação no mercado de empréstimo de acões preferenciais (TNLP3). que tiveram alta de cerca de 8%. Fundos geridos pela Hedging Griffo Asset Management S/A que "antes da publicação do fato relevante de 16 de agosto de 2006, detinham uma posição de aproximadamente R\$ 57,8 milhões em ações ordinárias da Tmar ('TMAR3'); no dia 17 de agosto de 2006, entre a divulgação do fato relevante e a divulgação do Parecer n. 34/2006, realizaram empréstimos e vendas de TNLP3, ficando vendidos a descoberto em R\$ 27 milhões".

A CVM afastou a responsabilização da Hedging Griffo, esteando sua posição no sentido econômico das operações realizadas, aptas a neutralização da posição de risco assumida em vista da detenção de ações ordinárias. Nos termos da decisão, as operações se destinavam "a evitar perdas com posições pré-existentes e não a auferir lucros especulativos (...) as vendas a descoberto realizadas com TNLP3 apenas diminuíam o risco de





 $\odot$ 

perdas com TMAR3 (...)". <sup>78</sup> Tanto que, teria também sido utilizado o mesmo mecanismo por outros investidores institucionais.

Da análise de tais decisões é possível verificar que, quando chamada a analisar casos sobre aquisição de votos por meio de aluguel de ações, valendo-se da regulamentação e da legislação aplicáveis, a CVM repeliu uma aferição *a priori* de ilegitimidade. O fez também com base na solução regulatória brasileira de limitar os volumes de negociações, <sup>79</sup> sem,

78. "7. Após a publicação do fato relevante de 16 de agosto de 2006, em que a oferta pública de ações da TmarPart deixou de ser condição da operação, a razão entre o valor das ações ordinárias e preferenciais das companhias envolvidas ficou bem próxima da relação de troca prevista na Reestruturação e muito distante da razão histórica entre esses papéis.

"8. Em março de 2006, antes do anúncio da Reestruturação, a relação entre as ações ordinárias (TNLP3) e preferenciais (TNLP4) da TNL era de aproximadamente 1,35:1. No dia 17 de agosto de 2006, a cotação das ações no pregão indicava uma razão de 2,4:1, valor muito próximo à relação de troca da Reestruturação, que era de 2,6:1.

"9. Nesse cenário, os fundos da HG pouco teriam a ganhar caso a Reestruturação se concretizasse – algo em torno de 8%, segundo estimavam os investidores – visto que sua carteira era composta de TMAR3, que são ações ordinárias.

"10. Por outro lado, caso a Reestruturação fosse frustrada, os fundos administrados pela HG teriam perdas significativas – algo entre 20% – pois TMAR3 havia se valorizado bastante desde a divulgação da Reestruturação e, sobretudo, após a divulgação do fato relevante de 16 de agosto de 2006.

"11. Logo, a estratégia dos fundos da HG de vender TNLP3 a descoberto fazia todo sentido econômico, mesmo na ausência de qualquer informação privilegiada" (Processo Administrativo Sancionador CVM n. 11/2006. Acusados: Hedging Griffo Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffo Asset Management S/A, Luis Stuhlberger. Relator: Marcos Barbosa Pinto, sendo acompanhado por Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e Eli Loria).

79. (1) Limitação de fatias do mercado de empréstimo: CBLC estabelece limites máximos de concentração para o investidor (3%), para o intermediário (6,5%) e para a totalidade das posições em aberto no mercado (20%).

(2) Particularidades do contrato: o contrato de empréstimo de ações pode conter quaisquer condicionamentos adicionais, acordados entre as partes, desde que estas tenham sido previamente submetidas e aprovadas portanto, impedir o voto, cuja transferência é da natureza da operação de empréstimo.

Atrelado ao sistema regulatório está o controle de abuso de voto, que, de acordo com o Parecer de Orientação n. 34 da CVM, nos casos subjetivos, ou seja, de conflitos de interesses, deve se dar *a posteriori*, na interpretação do art. 115 da Lei das S/A. A partir das manifestações da CVM ligadas ao caso da reestruturação do Grupo Telemar, portanto, é possível afirmar que, na leitura do regulador, há uma tendência de se aplicar este sistema de controle *a posteriori*. Ele é que impediria a utilização do empréstimo de ações no sentido daquilo que, no capítulo anterior, se chamou de interesse negativo eventualmente presente nos casos de *empty voting*.

#### Referências bibliográficas

AUTRAN, Maria Paula. "Aluguel de ações bate recorde em maio". In: Folha de S. Paulo, 13.6.2011.

BELOCH, Henrique Vargas. Empréstimo de Ações Tem Nova Regulamentação, 19.12.2006. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/061219NotA.asp. Acesso 26.6.2011.

BERLE, Adolf A.; e MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Co., 1932.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2008.

CHRISTOFFERSEN, Susan Kerr; GECZY, Christopher Charles; REED, Adam V.; e MUSTO, David K. "Vote trading and information aggregation (january 2007)". In: AFA 2006 Boston Meetings Paper, Sixteenth Annual Utah Winter Finance Conference, ECGI – Finance Working Paper n. 141/2007. Disponível em

pela CBLC. Pode então estipular a respeito dos direitos transferidos pela operação ao tomador juntamente com as ações emprestadas, conforme previsto no art. 4º da Instrução CVM 441/2006.



 $\odot$ 

- SSRN: http://ssrn.com/abstract=686026.
- CHRISTIAN, W; SHAPIRO, Robert; e WHA-LEN, John-Paul. "Naked Short Selling. How exposed are investors". In: Houston Law Review. Winter, 2006.
- CLARK, Robert Charles. Corporate Law. Boston/ Toronto: Little, Brown and Company, 1986.
- . "Vote buying and Corporate Law". In:

  Case Western Reserve Law Review, vol. 291, 1979, pp. 776-797.
- COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- EASTERBROOK, Frank H.; e FISCHEL, Daniel R. "Voting in Corporate Law". In: *Journal* of Law and Economics, vol. 26, 1983, pp. 395-427.
- \_\_\_\_\_. The Economic Structure of Corporate

  Law. Cambridge: Harvard University Press,
  1998
- EIZIRIK, Nelson et. alii. Mercado de Capitais, Regime Jurídico. Rio de Janeiro/São Paulo/ Recife: Renovar, 2008.

(

- \_\_\_\_\_. Reforma das S/A e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.
- FERREIRA, Fernando Prado; e LEITE, Guilherme de Almeida. "Brazil introduces comprehensive stock lending regime". In: *International Fi*nancial Law Review, march 1997, pp. 33-34.
- GOMES, Orlando. *Contratos*. 23ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.
- HESSEL, Camila Guimarães. "Riscos do aluguel". In: Revista Capital Aberto, n. 43, ano 4, mar./2007, pp. 40-43.
- HU, Henry; e BLACK, Bernard. "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership". In: Southern California Law Review, vol. 79, n. 4, USC Gould School of Law, mai./2006, pp. 811-908.
  - . "Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms". In: Business Law, vol. 61, mai./2006, pp. 1.011-1.070.
- KRAAKMANN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANS-

- MANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Heidi; e ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2009.
- LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- MANNE, Henry G. "Some theoretical aspects of share voting". In: *Columbia Law Review*, vol. 64, 1964, pp. 1.427-1.444.
- MARTIN, Shaun P.; e PARTNOY, Frank. "Encumbered shares". In: *University of Illinois Law Review*, n. 3, vol. 2005, pp. 775-813.
- ROMANO, Roberta. "A thumbnail sketch of derivative securities and their regulation". In: 55 Md. L. Rev. 1, 10 (1996).
- SAKAMOTO, Mirella Maria. A Obtenção de Poder de Voto por Meio do Empréstimo de Ações: Desvinculação do Poder de Voto do Interesse Econômico do Acionista. Tese de Láurea apresentada à USP como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito. São Paulo, 2008.
- SCHOUTEN, Michael C. "The mechanisms of vote efficiency". In: Columbia Business Law Review, 2010, pp. 763-834, em especial pp. 822 e ss.
- WHERRY, Rob. "Wall Street's next nightmare?". In: Forbes, 13.10.2003, p. 66.
- BM&FBovespa S/A BOLSA DE VALORES, MERCADORIA E FUTUROS. Empréstimo de Ações Atinge Recorde em 2010 com R\$ 465,6 Bilhões em Contratos Registrados. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2011/emprestimo-deacoes-atinge-recorde-em-2010-com-465-bi lhoes-em-contratos-registrados-2011-01-04. aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br. Acesso 5.6.2011.
  - . Folheto BTC. Mar./2010. Disponível em www.bmfbovespa.com.br.
  - . Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos. Versão de 24.8.2010.





(

**(** 

- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo CVM n. SP/2006/0180, Reg. Col. n. 5.435/2007. Diretor-Relator: Eli Loria. Assunto: Recurso contra decisão do Fundo de Garantia da Bovespa FG n. 01/2006. Reclamante: Sérgio Paulo Hillebrand. Reclamada: Diferencial CCTVM S/A. Recorrente: Sérgio Paulo Hillebrand.
- \_\_\_\_\_. Edital de Audiência Pública 05/2006, 1.6.2006.
  - . Comunicado GEA-4, de 23.10.2006, no Processo CVMn.RJ/2006/7166, SEPMEMO/ CVM/SEP/GEA-4/n. 099/06. Assunto: Reclamação de acionista – Impedimento de Voto – Tele Norte Leste Participações S/A.
- Processo Administrativo Sancionador CVM n. 11/2006. Acusados: Hedging Griffo Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffo Asset Management S/A, Luis Stuhlberger. Relator: Marcos Barbosa Pinto.
- . SGE MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n.

  102/06DE: SEP/GEA-4. Data: 6.11.2006 –
  Proxy Machinery Extensão do Impedimento
  de Voto. Assunto: Pedido de interrupção do
  curso do prazo de antecedência de convocação
  de Assembleia Geral Extraordinária art. 124,
  § 5º, inciso II, da Lei n. 6.404/1976 Tele

- Norte Leste Participações S/A. Processo CVM n. RJ/2006/7840.
- . Processo RJ/2008/2207 e RJ/2008/2067, Reg. n. 5.984/2008. Relator: SEP. Pedido de Autorização para empréstimo de ações mantidas em tesouraria. Requerente: Metalúrgica Gerdau S/A.
- . Comunicado editado pela Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO de 1º.10.2008.
- Exchange Act Release n. 42.037, 64 Federal Regulation 57.996, de 28.10.1999.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMIS-SION. Release n. 34-61595, File n. S7-08-09, Amendments to Regulation SHO, p. 12.
  - Regulation SHO Proposal, Exchange Act Release 48.709, 68 Fed. Reg. 62.972, 62.975 (6.11.2003). Disponível em http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48709.htm. Acesso 26.6.2011.
  - Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO (11.4.2005). Disponível em http://www.sec.gov/spotlight/ keyregshoissues.htm. Acesso 26.6.2011.

