Espaço Discente

DA NATUREZA JURÍDICA DO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES: EFICÁCIA E OFERTA PÚBLICA

BRUNO MARQUES BENSAL

1. Contexto. 2. Natureza jurídica: teoria do fato jurídico. 3. Do direito de recesso no empréstimo de ações. 4. Oferta pública de ações. 5. Considerações finais. 6. Bibliografia.

1. Contexto

O presente artigo visa trazer a debate questão que tem intrigado os foros do *acionariado*¹ brasileiro. Trata-se de perquirir que natureza jurídica possui o aluguel de ações, entendendo-se como e quando se realiza sua eficácia e, partindo-se de análise do direito de recesso, investigar-se-á, em caso de oferta pública, quem possui o poder de exercer os direitos inerentes àquelas ações.

Historicamente, trata-se de operação que remonta à década de 1970, cuja atuação se restringia a algumas corretoras e bancos custodiantes. Em 1996, a Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros (BM&FBovespa) criou o Banco de Títulos BTC (sistema BTC), dando maior vazão e estabilidade ao negócio jurídico sob análise. Hodiernamente, a regulamentação que dá *enforcement* à operação é

1. Trata-se de expressão cunhada pelo professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa em prefácio a obra resultante de dissertação de mestrado realizada sob sua orientação. Nesse sentido, cf. Daniel Kalansky, *Incorporação de Ações: Estudos de Casos e Precedentes*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 22.

a Resolução CMN n. 3.539/2008, que traça o regime jurídico a ser adotado nos contratos de empréstimo de valores mobiliários por câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação² ao lado da Instrução CVM n. 441/2006.

2. Vale, nesse sentido, demonstrar o teor com que se expressa o art. 2º da atual instrução regulamentadora do empréstimo de ações: “Em garantia do empréstimo de valores mobiliários, o tomador deve oferecer, em caução, ativos aceitos pela câmara ou pelo prestador de serviços de compensação e de liquidação, em valor suficiente para assegurar a certeza da liquidação de suas operações, em conformidade com o disposto no art. 4º da Lei 10.214, de 2001, e em regulamentação Complementar”. Sítio consultado em 27.8.2012. A demonstração se presta ao fato de que a redação anterior – dada pela Resolução CMN n. 3.278 de 2008, mencionava “em valor equivalente a 100% (cem por cento) do preço dos valores mobiliários objeto do empréstimo, acrescido de percentual adicional destinado a compensar a variação desse preço em dois dias úteis consecutivos”. Isso nos dá a ideia de que na regulamentação atual, os valores aferidos com a especulação do tomador integram a liquidação da operação. Trata-se de alteração sutil que aumenta a liquidez do contrato, posto que o torna mais interessante e seguro para o “*doador*”. Cf. Brasil, Resolução CMN n. 3.539, de 28.2.2008, disponível em http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3539_v1_O.pdf.

Com a criação do sistema BTC, a operação passou a ter um risco controlado. Trata-se de modalidade de investimento capaz de gerar grande liquidez³ nos mercados. Sempre que se fala em liquidez, fala-se, no entanto, em mensurabilidade de risco. Nas palavras de Rachel Sztajn, “o risco de liquidez do mercado – *market liquidity risk* – é a possibilidade de que fenômenos exógenos e extraordinários provoquem queda imprevista da oferta de títulos”.⁴

Assim, entende-se que traçar um regime jurídico, determinando seu momento de eficácia, para a operação de empréstimo de ações, é fundamental para se enxergar esse negócio jurídico de forma segura (o que certamente impacta na liquidez), sobretudo para os principais interessados: o proprietário da ação e o *hedger*.⁵ O artigo objetiva, assim, contribuir para a compreensão do referido negócio, demonstrando como se dá seu equilíbrio dinâmico, inerente ao mercado acionário.⁶

Vejamos. O aluguel consiste na transferência das ações do proprietário para o tomador mediante remuneração (comissão ou taxa de aluguel). O locador das ações – ordinariamente chamado, de forma “atécnica”, de *doador do empréstimo*, deixa de receber proventos da companhia, de modo

3. “Os economistas usam o termo liquidez para descrever a facilidade com que um ativo pode ser convertido em meio de troca da economia. (...) Quando as pessoas decidem sob que forma manter sua riqueza, precisam levar em consideração a liquidez de cada ativo em relação à sua utilidade como reserva de valor.” Nesse sentido, cf. Nicholas Gregory Mankiw [trad. Allan Vidigal Hastings], *Introdução à Economia*, tradução da 3ª ed. norte-americana, São Paulo, Thomson Learning, 2006, p. 629.

4. Rachel Sztajn, *Sistema Financeiro: entre Estabilidade e Risco*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2011, p. 151.

5. Atente-se aqui para o fato de que a operação pode ser usada para finalidade especulativa. Não se trata de afirmar que todo *hedger* seja, necessariamente, um especulador em bolsa. Todavia, o estímulo da operação – do ponto de vista do tomador – é justamente tomar por empréstimo uma carteira de ações com potencial de rentabilidade.

6. *Idem*, p. 7.

a transmitir – tendo-se em conta o próprio objeto do contrato – alguns direitos inerentes à titularidade acionária enquanto perdurarem os efeitos da operação.⁷

Não pode o proprietário da ação, *nesse caso*, v.g., participar de assembleias da companhia. Se o princípio irradiador do art. 110 da Lei n. 6.404/1976 é o *one share, one vote*, não seria, de fato, concebível admitir o exercício de tal direito por “*tomador*” e “*doador*”.⁸ Na lição de Eizirik,⁹ “O voto proporcional ao número de ações permite uma melhor conciliação entre o poder e o incentivo para monitorar e fiscalizar o desempenho da empresa”.

Na operação de mercado em comento, o poder de fiscalizar o desempenho da empresa é exercido pelo tomador, que é justamente quem possuirá o direito de voto, conquanto seja inegável que o doador também possui interesse sobre a companhia. Demonstrando esse duplo interesse sobre uma ação que só comporta um direito de voto, Carvalhosa¹⁰ entende que “a possibilidade de cessão do exercício do voto a instituições financeiras e a administradores provem da concepção

7. Evitar-se-á aqui a expressão “contrato” para se referir à operação de empréstimo de ações, uma vez que Eizirik entende que “as negociações em bolsa não possuem natureza contratual, já que o comprador e o vendedor não se relacionam diretamente, mas entre eles há a interposição do sistema de negociação e cada bolsa” (in Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ª ed., rev. e ampl., Rio de Janeiro, Renovar, 2011, p. 230).

8. Sobre o direito de voto como corolário da igualdade entre acionistas – sobretudo como forma de proteção aos minoritários, Kraakman *et alli*: “The second mode of protecting minority shareholders is strong enforcement of the norm of equal treatment among shares, particularly with respect to distribution and voting rights” (Reinier Kraakman *et alli*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 2ª ed., Nova York, Oxford University Press, 2009, p. 94).

9. Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, vol. I, São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 621.

10. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª vol., 5ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 424.

contratualista desse direito, que permite ao acionista cedê-lo, sem se desfazer da titularidade da ação”.

Passar-se-á ao breve exame da natureza jurídica que possui a referida operação e, portanto, que regime seria a ele aplicável. Em seguida, analisar-se-á o direito de recesso, tendo em vista sua irradiação do direito de voto, exemplificado supra. Chama-nos a atenção, sobretudo, a possibilidade de cerceamento do direito de recesso em caso de oferta pública, ponto que merecerá item próprio e nos guiará às considerações finais sobre o tema.

2. Natureza jurídica: teoria do fato jurídico

Trata-se aqui, como se disse, de uma operação de prestações de natureza “contratual”.¹¹ São operações em que os fatores mais relevantes são *onde* se concluem e a pessoa por cujos atos se o finalizam.¹² Nos termos do art. 3º, § 3º,¹³ e do art. 8º,¹⁴ I, da Instrução CVM n. 441/2006, trata-se de operação com prazo a ser determinado pelo investidor (“*doador*”). A referida instrução denota a postura contratual que aqui será defendida, fundando-se na função econômica do empréstimo de ações.¹⁵

11. V. nota n. 5.

12. Francisco Calvancati Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, t. LII, Rio de Janeiro, Borsói, 1966, p. 223.

13. Art. 3º, § 3º: “Os investidores devem autorizar previamente a realização de operações desta natureza, na forma estabelecida no termo de autorização a que se refere o art. 8º”.

14. “Art. 8º. O termo de autorização a que se refere o § 3º do art. 3º deverá mencionar, no mínimo: I – o prazo de sua vigência; II – a forma de transmissão das ordens de investidores para realização de operações de empréstimo e as informações que deverão integrar as ordens; e III – declaração dos investidores de que conhecem e aderem ao regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários.”

15. Nesse sentido, Rachel Sztajn sintetiza: “ao Direito, no que concerne ao funcionamento de mercados, compete disciplinar a estrutura de forma a definir tutelas e garantias para que a possibilidade de satisfação das

O tomador, quando da liquidação, deve devolver as ações, acrescidas de eventuais diferenças provenientes, v.g., de valorizações e dividendos. Assim, a função econômica do empréstimo não é outra se não fazer especular – e lucrar – o tomador, interessado no comportamento da ação no mercado (em sua liquidez, sobretudo) e garantir a margem de lucro do “*doador*”, desinteressado em operar com aquelas ações no momento da celebração do contrato.

Cuida-se aqui, de uma operação diferencial complexa, isto é, são operações em que os figurantes se vinculam à liquidação por diferença através de uma operação bolsística bifacetada.¹⁶ Diferencia-se a operação de empréstimo de ações pelo fato de que não é necessária, conforme conceituou Pontes de Miranda, a existência de dois “contratos”. Na própria definição do autor, como a álea é inerente à operação (já que o tomador aluga o papel tendo expectativa de queda da cotação), não se trata de compra e venda.¹⁷

Em artigo publicado na Revista *Capital Aberto*, postula o Dr. Walfrido Jorge Warde Júnior¹⁸ que o empréstimo de ações caracteriza depósito irregular, regendo-se pelas suas regras, portanto. Atendo-se à caracterização que Pontes de Miranda¹⁹ faz do depósito

necessidades individuais não leve a injustiças sociais. Necessário haver regras que disciplinem a propriedade e sua atribuição, a circulação lícita e regular da riqueza e a punição para a ilegal, além de definição da responsabilidade dos operadores. (...) Administrar riscos de forma que a atividade econômica sirva ao propósito de garantir satisfação social requer outra forma de organizar a produção, outra estrutura que facilite as relações de produção de bens e serviços para os mercados” (Rachel Sztajn, *Ensaio sobre a Natureza da Empresa: Organização Contemporânea da Atividade*, 2001, pp. 29-30).

16. *Idem*, p. 268.

17. *Ibidem*, p. 270.

18. Walfrido Jorge Warde Júnior, *O Direito É do Proprietário*, texto disponível em http://www.capitalaberto.com.br/lev_artigo.php?pag=2&sec=4&i=4611, sítio consultado em 4.6.2012.

19. Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, t. XLII, Rio de Janeiro, Borsói, 1963, p. 369.

irregular, em que “ao depositário incumbe restituir o que possa ‘fungir’ o bem recebido”, a afirmação de Warde Júnior seria correta, posto que esse elemento obrigacional de fato está presente na relação entre “doador” e “tomador”.

Entretanto, premissa maior para que a assertiva esteja correta é o correto enquadramento no conceito de depósito. Na mesma definição ponteana, “contrato de depósito é contrato pelo qual alguém, depositário, se incumbe de guardar (custodiar) coisa móvel de outrem, e entregá-la ao depositante”.²⁰

De fato, isso ocorre. No depósito irregular, como bem se sabe, não há o dever de conservar a coisa, mas tão somente de se restituir o *tantundem*. Preocupa-nos, no entanto, semelhante classificação, uma vez que, no depósito irregular, pode o depositante, “exigir, a qualquer tempo, o objeto do depósito”.²¹ Como já se demonstrou por meio de regulação expressa da Instrução CVM n. 441/2006, não é o que ocorre.

Melhor nos parece, já que se trata de operação diferencial complexa atípica,²² falar em mútuo a risco, com algumas diferenciações. O professor Warde Júnior, no seu artigo supracitado, menciona que a resolução do problema do empréstimo de ações se dá pelo art. 645 do Código Civil. E a resposta não está equivocada, já que se aplicarão as regras do mútuo. Mas porque de mútuo se trata, ainda que com muita aproximação do depósito irregular. A exigência a qualquer

20. *Idem*, p. 317

21. *Ibidem*, p. 370. Sobre o depósito, vale a remissão ao art. 633 do Código Civil: “Art. 633. Ainda que o contrato fixe prazo à restituição, o depositário entregará o depósito logo que se lhe exija, salvo se tiver o direito de retenção a que se refere o art. 644, se o objeto for judicialmente embargado, se sobre ele pender execução, notificada ao depositário, ou se houver motivo razoável de suspeitar que a coisa foi dolosamente obtida”, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm, sítio consultado em 27.8.2012.

22. Acresceu-se esse elemento por não se tratar de compra e venda.

tempo é a razão pela qual se faz optar pela natureza jurídica do mútuo a risco.

No mútuo a risco, o dever de restituição é claro. Na vigência do Código de 1916, Pontes de Miranda²³ entendia que se cuida aqui de contrato regido pela comercialidade; isto é, as partes praticam *ato de comércio*, definido por Rocco,²⁴ como “todo ato que realiza ou facilita uma interposição na troca” e por Thaller,²⁵ como “ato de intermediação na circulação de riquezas”.

No caso do empréstimo de ações, mútuo²⁶ feneraticio²⁷ a risco atípico,²⁸ a comercialidade é exercida pelos *players* operantes em bolsa e por quem realiza a corretagem das ações a serem alugadas. Postula-se aqui que o mútuo é, de fato, a operação de cuja natureza mais se aproxima o aluguel de ações. Trata-se, mais propriamente de uma espécie de “compra” para “revenda” a comprador certo (o acionista *proprietário* das ações) e ulterior “revenda” (colocação em circulação) por parte do proprietário, uma vez que a negociação de ações tem escopo lucrativo.

23. *Ob. cit.*, p. 87.

24. *Apud* Rubens Requião, *Curso de Direito Comercial*, 1ª vol., 31ª ed., São Paulo, Saraiva, 2012, p. 64.

25. *Idem*, p. 65.

26. Para uma definição de mútuo com enfoque num sistema de operações empresariais complexas, cf. Frans Martins, *Contratos e Obrigações Mercantis*, 16ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2010.

27. Sobre o mútuo feneraticio, cf. Nelson Abrão, *Direito Bancário*, 13ª ed., São Paulo, Saraiva, 2010.

28. O mútuo a risco, originalmente, referia-se a ato de comércio marítimo. Nesse ínterim, é o art. 633, ainda em vigor, do Código Comercial: “Art. 633. O contrato de empréstimo a risco ou câmbio marítimo, pelo qual o dador estipula do tomador um prêmio certo e determinado por preço dos riscos de mar que toma sobre si, ficando com hipoteca especial no objeto sobre que recai o empréstimo, e sujeitando-se a perder o capital e prêmio se o dito objeto vier a perecer por efeito dos riscos tomados no tempo e lugar convencionados (...)”. Preferimos aqui adotar a terminologia “atípico” porque a função econômica e jurídica do empréstimo de ações é diversa daquele contrato. Cf. Brasil, Código Comercial, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm, sítio consultado em 27.8.2012.

3. Do direito de recesso no empréstimo de ações

Tem o presente tópico o escopo de fazer uma sucinta análise de que direitos remanescem com o proprietário das ações e que direitos, por consequência, passam a ser exercidos pelo *tomador* de tal bem. Tome-se como premissa maior, que enseja essa questão, o art. 4º, § 1º, I e II, da Instrução CVM n. 441,²⁹ de 10 de novembro de 2006.

Como se disse acima, o direito de voto nas assembleias passa a pertencer, enquanto perdurarem os efeitos da operação, ao tomador das ações. Mais controversa, todavia, é a questão do direito de recesso, disciplinado no art. 137 da Lei de Sociedades por Ações.

O direito de recesso é, de forma incontestada, direito essencial do acionista,³⁰ positivado na Lei das S/A em seu art. 109, V. E o seria ainda que lá não estivesse, por ser decorrência do mandamento constitucional contido no art. 5º, XX, da Constituição Federal de 1988. No empréstimo de ações, o tomador passa a ser titular de tal direito, uma vez que adquire a titularidade – ainda que temporária – das ações.

Tal efeito se vislumbra com facilidade nas operações de empréstimo de ações por prazo determinado. Se durante seu lapso de validade é ao tomador que faculta o exercício do disposto no art. 137 da Lei n. 6.404/1976, é este que poderá exercer o direito de recesso.

29. “Art. 4º. (...) § 1º. O regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários deverá incluir, no mínimo: I – o compromisso de o tomador liquidar o empréstimo mediante a entrega de valores mobiliários da mesma espécie e qualidade do valor mobiliário emprestado; II – o tratamento a ser conferido aos direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo.”

30. “O direito de retirada constitui preceito de ordem pública, inscrito pelo legislador entre os direitos individuais do acionista. Daí decorre constituir o recesso prerrogativa intangível e inderrogável pelo estatuto ou pela assembleia geral, sendo, outrossim, irrenunciável e indisponível” (Modesto Carvalhosa, ob. cit., pp. 406 e ss.).

Sabe-se, porém, que há casos em que o empréstimo é por tempo indeterminado, de sorte que: (I) o proprietário “original” do bem *fungível* ação pode estipular que ambos (“doador” e “tomador”) podem liquidar a operação a qualquer momento ou (II) que somente o tomador possa liquidar a operação. Nesses casos, o momento da liquidação da *operação*, independente de quem o exerça, faz cessar ao tomador a faculdade do art. 137 da LSA.

O recesso é direito *do titular* da ação. O art. 137, § 1º, dispõe que o exercício do direito se dará “na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior”. O início do dispositivo é claro, no sentido de que a retirada se dá pela dissidência em deliberação assemblear. Trata-se, portanto, de direito exercido em assembleia, pelo seu titular, nas formas dos incisos IV e V do art. 137, devendo-se anotar, inclusive que o exercício de tal faculdade liquida o empréstimo de ações, pelo que deverá o *tomador* reembolsar aquele com quem “contratou”. Haverá, nesse caso, ineficácia superveniente.³¹

A questão a ser respondida aqui é, então, o que se transfere nessa operação bolsística. Somente respondendo-se a presente indagação é que se poderá delimitar a expressão do fato jurídico no plano de sua eficácia.³² Isto é, se o recesso é direito inderrogável do *acionista*, teremos duas opções: (i) o direito deve ser exercido pelo proprietário da ação, ainda que esta esteja sob empréstimo; ou, (ii) o *tomador* da ação, enquanto perdurarem os efeitos do “contrato”, é acionista – afinal, o

31. Antônio Junqueira de Azevedo, *Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia*, 4ª ed., 7ª tir., São Paulo, Saraiva, 2010, p. 60.

32. Nesse sentido, cf. Marcos Bernardes de Mello, *Teoria do Fato Jurídico – Plano da Eficácia*, 1ª Parte, 7ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 199, *in verbis*: “O conteúdo eficaz das relações jurídicas se compõe, em geral, de direitos, pretensões, ações e exceções a que correspondem, respectiva e necessariamente, deveres, obrigações, situações de acionado e de excetuado”.

art. 137 da Lei de Sociedades por Ações é claro ao dispor que “a aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao *acionista dissidente* o direito de retirar-se da companhia” (grifou-se).

Se o *tomador* pode inclusive dispor da ação, parece-nos claro que ele pode exercer o direito de recesso. Quanto ao proprietário da ação, deve-se dar um passo atrás. Temos claro que a operação é realizada na expectativa de que o proprietário da ação retome seus títulos. E parece razoável concluir que, caso o *tomador* disponha da ação – o que lhe é facultado – há liquidação e reembolso. Pois bem, o direito de recesso comporta reembolso, na forma do art. 137, IV e V, da LSA, no prazo de trinta dias, a contar da publicação da ata da assembleia geral.

De outro lado, é de pacífica inferência que o acionista dissidente *votou*³³ em assembleia – o que não se aplica ao *proprietário* das ações, posto que só pode dissentir de qualquer deliberação quem dela participou. Assim, a situação problema indica que, ao menos *a priori*, não poderia o *proprietário* exercer o direito de recesso. Tal parecer se comprova por respeito ao *pacta sunt servanda*, uma vez que o mutuário se comprometeu a esperar a percepção da liquidação diferencial oriunda da presente operação em bolsa “contratada” pelo prazo especificado, na forma dos supracitados arts. 3º, § 3º, e 8º, I, da Instrução CVM n. 441/2006.

4. Oferta pública de ações

Uma vez que se tem que o tomador é quem pode exercer o recesso, o presente tópi-

33. É certo que poderiam ser colocadas em empréstimo ações sem direito de voto. Em que pese recaiam sobre os ordinaristas as responsabilidades na condução societária, “a relação risco-retorno” deveria espelhar a realidade e os dividendos pagos aos ordinaristas deveria ser maior, o que geraria uma correspondência entre liquidez e risco. Nesse sentido, cf. Rachel Sztajn, “Há futuro para as ações preferenciais sem direito de

co analisará se são ou não cerceados os direitos do proprietário, caso seja realizada oferta pública de ações, como na hipótese contida no art. 136, IV, da LSA, que desencadeará a oferta pública contida no art. 254-A da lei. O teste hermenêutico a ser realizado em face do presente dispositivo servirá inclusive para fins de comprovar ou complementar a conclusão do tópico precedente. Verificar-se-á, ainda, se pode o tomador adquirir as ações ofertadas em oferta pública.

A oferta pública tratada pelo supracitado art. 254-A da LSA não é outra coisa se não uma declaração unilateral de vontade *in incertam personam*.³⁴ A oferta é dirigida aos acionistas não controladores que *detenham direito de voto*. Simples deduzir que quem será alvo da oferta pública será, portanto, aquele que detém respectiva faculdade – o que nos leva a crer, *a priori*, que se trataria de direito do *tomador* do empréstimo de ações.³⁵

Postula-se, assim, que se trata aqui de uma espécie atípica de mútuo feneratício por meio de uma operação diferencial complexa, dado que se realiza em etapas (tomada do empréstimo e liquidação).

A complexidade, que para Pontes de Miranda advinha da presença de dois contratos celebrados pelas mesmas partes, mas cada qual em sentido contrário ao seu correlato, aqui está presente, uma vez que, nesse caso, a operação se assemelha levemente à gestão de negócios.³⁶

voto?”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coords.), *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/1976*, São Paulo, Quartier Latin, 2007, pp. 361 a 388.

34. Nesse sentido, cf. Modesto Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, pp. 19 e ss.

35. “[Siegel] sustentou (...) que quem quer que se obrigue por meio de uma declaração de vontade pública fica adstrito a executar a prestação, independentemente da intervenção de outra pessoa”. Nesse sentido, cf. Orlando Gomes, *Obrigações*, 17ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 281.

36. Não se está referindo aqui à natureza jurídica do contrato de gestão de negócios, mas apenas e tão

Interessante observação faz o professor Warde Júnior:³⁷

“Por isso, esse último [o tomador do empréstimo] pode usar, gozar e dispor do bem, desde que o restitua no prazo contratado, com todos os seus frutos, caso assim determine o depositante. Esse é o motivo pelo qual, no empréstimo de ações, o tomador deve devolver as ações acrescidas de eventual valorização, dividendos, bonificações, etc. E quem garante o cumprimento desses deveres é a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia³⁸ (CBLC), que atua como contraparte geral, sob a disciplina da Instrução 441, de 2006, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)”.

É apontado no excerto que a devolução dos frutos se trata de faculdade do mutuante (doador), o que tem importantes consequências para a aquisição de ações em oferta pública.

Em síntese, se não houver a obrigação de devolver os frutos das ações, as ações adquiridas passarão a ser de titularidade do tomador, sendo devolvido o *quantum* “contratado” ao mutuante.³⁹

somente à ação que é neste realizada: administração de atos ou interesses em benefício de outra pessoa. No caso do empréstimo de ações, por haver liquidação futura a maior, na hipótese de aquisição em oferta pública aqui tratada, o benefício é mútuo. A semelhança, como se disse, é mínima. Mas como a aquisição é negócio feito motivada pela sua utilidade (principalmente em caso de ativos com grande liquidez), fez-se, singelamente, essa aproximação. Tanto é que as demais características da gestão de negócios – como o agir no interesse de outrem – não podem ser consideradas para o presente estudo. Sobre as obrigações decorrentes de gestão de negócios, cf. Fran Martins, ob. cit., p. 271.

37. Ob. cit., grifos nossos.

38. Conforme disposto, entre outros dispositivos, no art. 3º, II, do Estatuto Social da CBLC, disponível em <http://www.cblc.com.br/CBLC/Download/ACblc/EstatutoSocial.pdf>, sítio consultado em 9.6.2012.

39. Para que se entenda um pouco mais sobre as operações de compensação e liquidação, vale mencionar os dados contidos no sítio da BM&FBovespa: “Liquidação é um conjunto de processos que efetiva a transferência de ativos e recursos financeiros entre compradores e vendedores, extinguindo desta forma os direitos e obrigações oriundas da compensação. Na liquidação de

Isso vem demonstrar que a operação de empréstimo de ações, conforme determinado pelo mutuante, pode dirigir ao mutuário espécie de “faculdades *propter rem*”.⁴⁰ É dizer, o direito de voto “*ambulat cum domino*”.⁴¹ Obrigatoriamente, portanto, transferir-se-á o direito de votar nas assembleias. Transferindo-se tal direito subjetivo, transferem-se as

operações envolvendo títulos, a transferência ocorre por meio de contas abertas junto a uma depositária e a liquidação dos recursos financeiros correspondentes ocorre, geralmente, em um sistema interbancário de transferência de fundos, na maioria dos casos administrado pelo Banco Central. Por se tratar de um componente crítico da infraestrutura do mercado financeiro, a BM&FBovespa administra sistemas e processos de compensação e liquidação de alta qualidade, que atendem a exigências e padrões internacionais estabelecidos, garantindo aos participantes do mercado operações de liquidação confiáveis e seguras” (disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br>, sítio consultado em 9.6.2012).

40. Preferiu-se aqui o uso de *aspas* porque não se trata *objetivamente* de obrigação *propter rem* já que o nascimento desta pressupõe dois direitos reais em conflito. Pode-se, no entanto, usar o termo para se comparar o eventual conflito de interesses entre mutuante e mutuário no exercício do recesso, embora se entenda, conforme já se observou supra, que se trata, nesse caso, de direito do tomador. Nesse sentido, cf. Silvio de Salvo Venosa, *Direito Civil – Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos*, vol. 2, 9ª ed., São Paulo, Atlas, 2009, pp. 35 a 43.

41. De toda forma, com a obtenção do direito de voto, o tomador adquire também as responsabilidades inerentes a esse direito. Nesse sentido, não pode votar de forma contraposta ao interesse da companhia, a ele aplicando-se o art. 115, § 1º, da Lei de Sociedades por Ações. Anote-se ainda, de forma exemplificativa, que, conforme o Parecer de Orientação n. 34, de 18 de agosto de 2006, da CVM, “a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses”. Assim, não se veda que o tomado possa auferir lucro com o empréstimo – do contrário, esvaziar-se-ia a liquidez do contrato. Vedam-se, sim, comportamentos que rumem à destruição do fim da companhia. Nesse sentido, postulando a ideia de fim social como escopo motriz da sociedade, não pode, v.g., o tomador aproveitar de sua situação de votante para prejudicar os demais acionistas. Sobre o abuso de minorias, cf. Marcelo Vieira von Adamek, *Abuso de Minoria em Direito Societário: Abuso das Posições Subjetivas Minoritárias*, Tese de Doutorado defendida na USP, Faculdade de Direito do Largo São Francisco, São Paulo, 2010.

faculdades a ele inerentes, como no caso do direito de adquirir ações em oferta pública. É dizer, transferir o direito de voto, faz transferir os direitos a ele inerentes.

Não faria sentido que se pudesse transferir o direito de voto sem alterar-se a forma de exercício de suas decorrências, como o recesso. A assertiva se comprova, inclusive, na finalidade econômica da operação. Como já se afirmou, trata-se de operação complexa diferencial atípica. E no caso de obrigações de *coercitividade contratual* (não é contrato; mas o cumprimento coercitivo da forma da operação é garantido pela CBLIC) complexa,⁴² o fito econômico que motiva a colocação de ações em empréstimo é guia hermenêutico⁴³ a solução de controvérsias. E é justamente esse espírito teleológico de aliança entre padrões de justiça e eficiência que se deve ter em mente nos conflitos típicos de sociedades anônimas e de Direito Comercial, em geral.

5. Considerações finais

É certo que o empréstimo de ações é uma operação que tende a evoluir e daí a justificativa do presente artigo em tentar contribuir para a matéria.

Os números divulgados pela CBLIC demonstram tal tendência, a título de operações realizadas pelo sistema BTC.⁴⁴

42. Uma vez que tal qual nos contratos complexos, a operação resulta da combinação de caracteres de tipos autônomos, formando um *tertium genus*.

43. Nesse sentido, cf. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa e Rachel Sztajn, *Curso de Direito Comercial*, vol. 4, t. I, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 153.

44. A CBLIC – em demonstração empírica das movimentações de empréstimo de ações tendo como referência o mês de janeiro de 2012 – divulgou que só de operações realizadas por pessoas físicas, movimentou-se R\$ 18.460,41 milhões (no que tange a doadores) e R\$ 2.334,91 milhões (no que tange a tomadores) (disponível em <http://www.cblc.com.br/cblc/Btc/FormConsultaEstatisticasBtc.asp?tit=4>, sítio consultado em 10.6.2012).

Trata-se aqui de uma clara habilidade de reconstrução do direito de propriedade acionária e do seu caráter fluido (isto é, do tipo de operações que alteram aspectos que lhe são próprios, como o citado direito de voto). O empréstimo de ações se mostra, assim, contrato que visa conferir maior liquidez ao mercado de bolsa, dado os interesses contrapostos das partes envolvidas e as garantias conferidas a estas partes. Observa-se assim, comportamento dos *players* visando dar eficiência ao objeto contratado, fenômeno típico do Direito Comercial. Nesse sentido, Micklethwait e Wooldridge⁴⁵ anotam que:

“The company has been deeply involved in most of great ‘breaks with the past’ since at least the middle of the nineteenth century. Even when it has not directed them itself, it has shown, to borrow a phrase from Henry Adams, a remarkable ability to ‘condense’ social changes. (...) Throughout its history, *the company has shown an equally remarkable ability to evolve*: indeed, that has been the secret of its success”.

No que toca ao Direito Societário pátrio, temos que, para o problema do presente artigo, os conceitos de Direito Civil e Direito Comercial que foram aqui utilizados são capazes, dada, sobretudo, a flexibilidade da Lei de Sociedades Anônimas de 1976, de resolvê-lo.⁴⁶

A resposta para o questionamento sobre o qual se debruçou advém de uma máxima já conhecida dos comercialistas: o direito de voto é indivisível e traduz a declaração de vontade proferida por cada acionista cujas

45. John Micklethwait e Adrian Wooldridge, *The Company: a Short History of a Revolutionary Idea*, Nova Iorque, Modern Library Chronicles, 2005, p. 181 (grifos nossos).

46. Sobre os aspectos funcionais da Lei n. 6.404/1976, cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”, in Rodrigo R. de Monteiro Castro e Luis André N. de Moura Azevedo, *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

ações confirmam semelhante faculdade. Sendo o direito de voto *transmitido* ao tomador quando do empréstimo de ações, os direitos subjetivos decorrentes do ato-jurídico “voto” a ele passarão a pertencer. O caráter indivisível do direito de voto subsiste mesmo em caso de ação inserida em contexto de condomínio, conforme regra do art. 28, parágrafo único, da LSA.⁴⁷

Deve-se relembrar, ainda, que se trata de uma operação sujeita a liquidação em momento definido pelo *mutuário* quando da colocação das ações à disposição para empréstimo e que tal liquidação não pode ser exigida a *qualquer* tempo, mas no tempo pré-definido. Assim, tem-se que a natureza jurídica da operação realizada é uma espécie de mútuo atípico: podendo ser feneraticio, conforme disponha a autorização para empréstimo feita pelo *doador* quanto aos frutos da ação.

Trate-se de mútuo feneraticio ou não, o empréstimo ainda se caracterizará pela definição ponteana de operação diferencial complexa – acrescentando-se a adjetivação “atípica”, porque não se trata propriamente de contrato de compra e venda, conforme já se explicou acima.

Assim, corolário da argumentação aqui esposada é nos casos de direito de recesso, inclusive quando da ocorrência de oferta pública de aquisição de ações, o direito poderá ser exercido pelo *tomador* na defesa de seus interesses e, por via indireta, dos interesses do doador.

Afinal, tem-se claro que ambos operantes em bolsa são partes interessadas no melhor aproveitamento possível dos títulos acionários. Assinala-se, além disso, que as

eventuais ações adquiridas em oferta pública – problema diverso do direito de recesso, mas correlato às faculdades transmitidas ao tomador – terá fim distinto conforme disposição de vontade do doador.

Enxerga-se o instituto do empréstimo de ações como clara hipótese de cooperação empresarial, já que dois interesses *a priori* contrapostos são atendidos: o doador, que não quer operar com as ações no curto prazo é remunerado com uma taxa de aluguel e o tomador faz circular as ações, apresentando verdadeira função ativa no negócio jurídico em comento.⁴⁸ A operação visa, portanto, “um ordenamento economicamente eficiente da sociedade”.⁴⁹

A solidez da legislação societária pátria hodierna foi novamente capaz de solucionar um problema do Direito Comercial, que se encontra, cada vez mais líquido e mais amparado num viés de compreensão da real função econômica⁵⁰ de cada instituto adotado. Vê-se, por fim, como as vozes comercialistas tem ecoado de forma uníssona, no sentido de se entender o capitalismo como força criadora do Direito e como a flexibilidade das sociedades anônimas, reinventando-se conforme as necessidades do mercado, tem sido fator determinante para seu sucesso.

6. Bibliografia

- ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. 13ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário: Abuso das Posições Subjetivas Minoritárias*. Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito do Largo São Francisco, USP. São Paulo, 2010.

47. A regra comporta algumas exceções, como ocorre no caso de *golden shares*, em que há o poder de veto a algumas disposições passíveis de deliberação em assembleia geral definidas no estatuto. Sobre a natureza jurídica das *golden shares*, cf. Juliana Krueger Pela, *As “Golden Shares” no Direito Societário Brasileiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2012.

48. Nesse sentido, cf. Calixto Salomão Filho, *Direito Concorrencial: as Estruturas*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 268 e ss.

49. *Idem*, p. 270.

50. Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Saraiva, 1945.

- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. 2ª ed. New York: Oxford, 2009.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia*. 4ª ed., 7ª tir. São Paulo: Saraiva, 2010.
- BOLSA DE VALORES, MERCADORA & FUTUROS – Bovespa (BM&FBovespa). Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br>. Sítio consultado em 9.6.2012.
- BRASIL. Resolução CMN n. 3.539, de 28.2.2008. Disponível em http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3539_v1_O.pdf.
- _____. Código Comercial, Lei n. 556, de 25.6.1850. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm.
- _____. Código Civil, Lei n. 10.406, de 10.1.2002. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm.
- _____. CVM, Parecer de Orientação n. 34, de 2006. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/asp/cvm/www/atos/exiatio.asp?File=/pare/pare034.htm>.
- CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.
- _____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª vol., 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/1976*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- _____; e AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- COMPANHIA BRASILEIRA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA. Disponível em <http://www.cblic.com.br/CBLC/Download/ACblic/EstatutoSocial.pdf>. Sítio consultado em 9.6.2012.
- _____. Disponível em <http://www.cblic.com.br/cblic/Btc/FormConsultaEstatisticasBtc.asp?tit=4>. Sítio consultado em 10.6.2012.
- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- GOMES, Orlando. *Obrigações*. 17ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- KALANSKY, Daniel. *Incorporação de Ações: Estudos de Casos e Precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- MANKIWI, Nicholas Gregory. *Introdução à Economia*. Tradução da 3ª ed. norte-americana [trad. Allan Vidigal Hastings]. São Paulo: Thomson Learning, 2006.
- MARTINS, Frans. *Contratos e Obrigações Mercantis*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.
- MELLO, Marcos Bernardes de. *Teoria do Fato Jurídico – Plano da Eficácia*. 1ª Parte, 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. *The Company: a Short History of a Revolutionary Idea*. Nova York: Modern Library Chronicles, 2005.
- PELA, Juliana Krueger. *As “Golden Shares” no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. t. XLII. Rio de Janeiro: Borsói, 1963.
- _____. *Tratado de Direito Privado*. t. LII. Rio de Janeiro: Borsói, 1966.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 1ª vol., 31ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito Concorrencial: as Estruturas*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.
- SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre Estabilidade e Risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- _____. *Ensaio sobre a Natureza da Empresa: Organização Contemporânea da Atividade*.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil – Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos*. vol. 2, 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; e SZTAJN, Rachel. *Curso de Direito Comercial*. vol. 4, t. I. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. *O Direito É do Proprietário*. Texto disponível em http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=4611. Sítio consultado em 4.6.2012.