

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO  
DEPARTAMENTO DE DIREITO PÚBLICO E FILOSOFIA DO DIREITO**

**Carlos Fernando Pretto Reis**

**O MERCADO DE CAPITAIS À LUZ DA  
DESMATERIALIZAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS:  
*PERSPECTIVA BRASILEIRA A PARTIR DAS AÇÕES ESCRITURAS E  
PROJETO DE HARMONIZAÇÃO INTERNACIONAL POR MEIO DA  
CONVENÇÃO DE GENEBRA DO UNIDROIT***

**Porto Alegre-RS  
2014**

**CARLOS FERNANDO PRETTO REIS**

**O MERCADO DE CAPITAIS À LUZ DA  
DESMATERIALIZAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS:  
*PERSPECTIVA BRASILEIRA A PARTIR DAS AÇÕES ESCRITURAS E  
PROJETO DE HARMONIZAÇÃO INTERNACIONAL POR MEIO DA  
CONVENÇÃO DE GENEVRA DO UNIDROIT***

Monografia de conclusão de  
conclusão de curso apresentada à  
Banca Examinadora como requisito  
parcial à obtenção do grau de  
Bacharel em Direito pela Faculdade  
de Direito da Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul. Área de  
concentração: Direito Societário

Orientação: Professora Doutora  
Cláudia Lima Marques

**Porto Alegre-RS  
2014**

**CARLOS FERNANDO PRETTO REIS**

**O MERCADO DE CAPITAIS À LUZ DA  
DESMATERIALIZAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS:  
*PERSPECTIVA BRASILEIRA A PARTIR DAS AÇÕES ESCRITURAS E  
PROJETO DE HARMONIZAÇÃO INTERNACIONAL POR MEIO DA  
CONVENÇÃO DE GENEVRA DO UNIDROIT***

Monografia de conclusão de  
conclusão de curso apresentada à  
Banca Examinadora como requisito  
parcial à obtenção do grau de  
Bacharel em Direito pela Faculdade  
de Direito da Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul. Área de  
concentração: Direito Societário

Monografia apresentada em \_\_\_\_ de dezembro de 2014.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup> Cláudia Lima Marques – Orientadora

---

Prof. Dr. Bruno Nubens Barbosa Miragem

---

Prof. Dr. Augusto Jaeger Junior

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Marisa e Carlos Fernando, pela educação que me deram, pelo amor com que me criaram, pelo exemplo que sempre foram para mim.

À tia Marga, pelo apoio nas situações difíceis e pela companhia nos bons momentos da vida.

Ao Pedro, pela amizade e irmandade sem fim.

À Olívia, pelo amor, zelo e companheirismo que me fazem tão feliz.

À Professora Claudia, pelo incentivo e pela confiança desde o meu primeiro semestre na Faculdade de Direito da UFRGS.

À querida vó Ita, para quem “o saber não ocupa lugar”.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADR – American Depositary Receipt (certificado de depósito de valor mobiliário emitido nos Estados Unidos da América).

AGE – Assembleia Geral Extraordinária.

Art. – Artigo.

BACEN – Banco Central do Brasil.

BDR – Brazilian Depositary Receipt (certificado de depósito de valor mobiliário emitido no Brasil).

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

CC – Código Civil.

CDVM – Central de Depósito de Valores Mobiliários.

CHDIPr – Conferência de Haia de Direito Internacional Privado.

Convenção – Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis aos Valores Mobiliários Intermediados.

Convenção de Haia – Convenção de Haia sobre Valores Mobiliários.

CPC – Código de Processo Civil.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

LSA – Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976).

S.A. – Sociedade Anônima.

UNCITRAL – Comissão das Nações Unidas sobre o Direito Mercantil Internacional.

UNIDROIT – Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado.

## RESUMO

Este trabalho se propõe a analisar o fenômeno da desmaterialização dos valores mobiliários e seus reflexos no Mercado de Capitais. Por meio de dois prismas distintos, quais sejam, o ponto de vista interno brasileiro e a perspectiva internacional, busca-se averiguar a recepção da desmaterialização nestes dois meios ambientes. A primeira parte da pesquisa tem por objetivo fornecer subsídios para uma melhor compreensão da realidade brasileira; nesse ínterim, focando-se nas ações escriturais, evidenciam-se nuances da sua posituação jurídica a partir de uma análise norteada por dispositivos da Lei das Sociedades por Ações. A segunda parte do trabalho se insere na complexa realidade da pós-modernidade e da globalização, que, especificamente na seara do Mercado de Capitais, tem como reflexo mais evidente o surgimento das transações transfronteiriças; identificam-se, ademais, modelos que, de perspectivas jurídicas distintas, sustentam as referidas transações; posteriormente, apontam-se também algumas das suas incompatibilidades recíprocas e, como formas de superá-las, apresenta-se um projeto de harmonização e modernização das bases legais; neste diapasão, por meio de comentários pontuais, a Convenção de Genebra do UNIDROIT ganha destaque. À guisa de conclusão, aponta-se que a referida Convenção apresenta soluções promissoras para o Mercado de Capitais de futuro, pois possibilita tanto a modernização do direito interno brasileiro quanto, na perspectiva internacional, a integração e a harmonização dos distintos modelos jurídicos atualmente existentes.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais – Ação Escritural – Transações Transfronteiriças – Convenção de Genebra do UNIDROIT – Integração Jurídica.

## ABSTRACT

This paper analyzes the phenomenon of the dematerialization of securities and its impact on capital markets. Through two different prisms, namely, a Brazilian internal point of view and an international perspective, we seek to verify the acceptance of dematerialization in these two environments. The first part of the research aims to provide a basis for a better understanding of Brazilian reality; focusing on the book-entry shares (in Portuguese *ações escriturais*) and on the Brazilian Corporation Law (in Portuguese *Lei das Sociedades por Ações*), we seek to evidence relevant aspects of its legal and regulatory treatment. The second part is included in the complex reality of post-modernity and globalization, which, specifically in the Capital Markets area, has led to the cross-border transactions; we will identify, in addition, models that support these transactions by different legal perspectives; later, we will also show some of their mutual incompatibility and, as a way of overcome them, we will present a project to provide modernization and standardization of its legal bases; in this scenario, through some specific remarks, the UNIDROIT Geneva Convention gains prominence. By way of conclusion, we point out that the Convention presents promising solutions for the future Capital Markets, as it allows both the modernization of the Brazilian domestic law and, in the international perspective, the integration and harmonization of the different legal frameworks currently underway.

**Keywords:** Capital Markets – Book-Entry Shares – Cross-Border Transactions – UNIDROIT Geneva Convention – Legal Integration.

## ZUSAMMENFASSUNG

Diese Arbeit untersucht das Phänomen der Dematerialisierung von Wertpapieren und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Mithilfe zweier Perspektiven – der internen brasilianischen einerseits und der internationalen andererseits – wird die Rezeption der Dematerialisierung im jeweiligen Kontext analysiert. Im ersten Teil der Untersuchung werden die Grundlagen zum Verständnis der brasilianischen Realität hergeleitet; der Fokus liegt dabei auf den buchmäßig verwalteten Aktien (im Portugiesischen *ações escriturais*) und auf dem brasilianischen Gesellschaftsgesetz (im Portugiesischen *Lei das Sociedades por Ações*). Im zweiten Teil wird auf die komplexe Realität der Postmodernität und der Globalisierung eingegangen, deren evidenteste Auswirkung, insbesondere im Fall des Kapitalmarktes, das Aufkommen grenzübergreifender Transaktionen ist; darüber hinaus werden Modelle identifiziert, die diese Transaktionen aus verschiedenen juristischen Perspektiven unterstützen; anschließend werden die gegenseitigen Unvereinbarkeiten dieser Modelle herausgestellt und, um diese zu überwinden, wird ein Projekt vorgeschlagen, das die rechtlichen Grundlagen vereint und modernisiert; in diesem Zusammenhang wird die Bedeutung der UNIDROIT Geneva Convention hervorgehoben. Abschließend weisen wir darauf hin, dass die Konvention vielversprechende Lösungen für den zukünftigen Kapitalmarkt präsentiert, da sie nicht nur die Modernisierung des brasilianischen nationalen Rechts ermöglicht, sondern auch, in internationaler Perspektive, die Integration und Harmonisierung der derzeit laufenden unterschiedlichen Rechtsrahmen.

**Schlüsselbegriffe:** Kapitalmarkt – Buchmäßig verwalteten Aktien – Grenzüberschreitende Transaktionen – UNIDROIT Geneva Convention – Rechtliche Integration.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	12
<b><u>1 PARTE I</u></b> .....	14
<b>1.1 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS</b> .....	14
<b>1.2 O MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	17
<b>1.2.1 AS AÇÕES</b> .....	21
<b>1.2.1.1 O SISTEMA DE PROPRIEDADE ACIONÁRIO</b> .....	22
<b>1.2.1.2 CIRCULAÇÃO DAS AÇÕES</b> .....	23
<b>1.2.1.3 CLASSIFICAÇÃO E CARACTERÍSTICAS DAS AÇÕES</b> .....	24
1.2.1.3.1 Quanto aos direitos e vantagens que conferem aos seus titulares .....	24
1.2.1.3.2 Quanto ao valor nominal .....	26
1.2.1.3.3 Quanto à forma para a circulação .....	27
<b>1.2.1.4 AS AÇÕES ESCRITURAS</b> .....	29
<b>1.2.1.4.1 HISTÓRICO</b> .....	29
<b>1.2.1.4.2 NATUREZA JURÍDICA</b> .....	33
1.2.1.4.2.1 Bem móvel ou bem incorpóreo? .....	33
1.2.1.4.2.2 Título de crédito? .....	34
<b>1.2.1.4.3 CONSTITUIÇÃO DE DIREITOS E OUTROS ÔNUS</b> .....	37
1.2.1.4.3.1 Penhor .....	38
1.2.1.4.3.2 Usufruto .....	40
1.2.1.4.3.3 Fideicomisso .....	41
1.2.1.4.3.4 Alienação fiduciária em garantia .....	42
1.2.1.4.3.5 Cláusulas de inalienabilidade .....	43
1.2.1.4.3.6 Promessa de compra e venda e direito de preferência .....	43
<b>1.2.1.4.4 DEPÓSITO E CUSTÓDIA DE AÇÕES ESCRITURAS</b> .....	44

<b>2 PARTE II</b> .....	48
<b>2.1 O FENÔMENO DA DESMATERIALIZAÇÃO</b> .....	48
<b>2.2 MANUTENÇÃO DIRETA E INDIRETA</b> .....	49
<b>2.3 PRINCIPAIS MODELOS MUNDIAIS</b> .....	52
2.3.1 Modelo Trust .....	52
2.3.2 Modelo Entitlement .....	54
2.3.3 Modelo de Copropriedade .....	57
2.3.4 Modelo Transparente .....	59
<b>2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE UM MEIO AMBIENTE DESUNIFORME</b> .....	61
2.4.1 A Uniformização das bases legais .....	62
<b>2.5 A CONVENÇÃO DE GENEBRA DO UNIDROIT</b> .....	63
2.5.1 Escopo e características .....	65
2.5.2 Integridade do sistema de custódia intermediado .....	66
2.5.3 Opção pelo direito material .....	67
2.5.4 Direitos dos titulares de contas .....	68
2.5.5 Aquisição e transferência de valores mobiliários intermediados .....	69
2.5.6 Insolvência dos intermediários financeiros .....	69
2.5.7 Direitos prioritários .....	72
2.5.8 Regra loss-sharing .....	73
2.5.9 Operações de garantia .....	75
2.5.10 Definições usadas no âmbito da Convenção .....	76
<b>CONCLUSÃO</b> .....	80
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	82
<b>LEGISLAÇÃO E NORMA CONSULTADA</b> .....	86

## INTRODUÇÃO

Em um meio ambiente em que os bens são desmaterializados, as relações despersonalizadas e a tônica é a velocidade, o Direito, legitimador da proteção das expectativas legítimas e da confiança dos indivíduos, encontra grandes desafios<sup>1</sup>. O presente trabalho se propõe a analisar a desmaterialização dos valores mobiliários, fenômeno hodierno que envolve a mudança paradigmática na forma como esses bens são representados: do suporte físico, leia-se, papel, para a forma desmaterializada, ou seja, por meio de registros escriturais. A desmaterialização facilita em grande medida as transações dos valores mobiliários (especialmente quando operadas em larga escala), tanto pela redução dos custos operacionais envolvidos como também pela simplificação do controle sobre os títulos circulantes. O fenômeno da desmaterialização, consequência do aumento do volume de transações envolvendo os valores mobiliários (as ações, em especial), somado às exigências do próprio mercado por maiores níveis de dinamismo, segurança e eficiência, pressupõe que os tradicionais mecanismos de registro, circulação e transferência de valores mobiliários sejam, nesse ínterim, substituídos da forma física por outros, mais modernos e em consonância com os novos usos, costumes e necessidades contemporâneas do Mercado de Capitais *desmaterializados*.

Pois bem, isento de qualquer pretensão de exaustividade e visando unicamente a contribuir para um debate que nos conduza a um Mercado de Capitais de futuro, dividiremos o presente trabalho em duas partes. Na primeira, sob um “enfoque interno”, buscaremos analisar aspectos importantes, referentes ao Direito Societário brasileiro, para a compreensão do fenômeno da desmaterialização; para tanto, faremos, inicialmente, algumas considerações acerca das Sociedades Anônimas e buscaremos, em seguida, compreender o que é o Mercado de Capitais e quais são, no Direito Brasileiro, os referidos valores mobiliários. Com enfoque nas ações<sup>2</sup> e tendo como norte os dispositivos da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976) a elas atinentes, procuraremos, outrossim, evidenciar as suas características fundamentais, incluindo aquelas que possibilitam o sistema de propriedade acionário. Abordaremos, por conseguinte, a ação do tipo escritural; nesse diapasão, que inclui uma classificação e um breve histórico, sua natureza jurídica será posta à prova. A primeira seção

---

1MARQUES, Claudia Lima. **Confiança no Comércio Eletrônico e a Proteção do Consumidor**. Revista dos Tribunais: São Paulo, 2004, p. 31.

2A opção por abordar exclusivamente as ações se deu em razão de serem as disposições a elas aplicáveis, em grande parte, também aos demais valores mobiliários. Nesse sentido, por exemplo, o art. 41 § 2º, da Lei das Sociedades por Ações.

deste trabalho tratará, por fim, de questões atinentes à circulação, à forma custódia e aos direitos e garantias inerentes aos valores mobiliários à luz do fenômeno da desmaterialização.

Na segunda parte deste estudo, os holofotes recairão sob o “panorama internacional”; estudaremos a trajetória da desmaterialização a partir dos principais sistemas que emergiram para viabilizá-la. A perspectiva será, portanto, a pós-modernidade, na qual a ubiquidade, a velocidade, a liberdade e, especialmente, a ausência de fronteiras<sup>3</sup> dão a tônica geral; e, pontualmente, no âmbito do Mercado de Capitais, as diversas cadeiras de intermediários financeiros são sua consequência mais evidente. Ocorre que, como será demonstrado a partir da análise de quatro modelos distintos que sustentam as referidas transações, as opções jurídicas no âmbito internacional não se deram de forma harmônica; são, muito pelo contrário, frequentemente incompatíveis entre si. Buscaremos, nesse sentido, com foco no meio ambiente internacional, apontar algumas dessas consequências negativas, assim como formas de superá-las. Nesse desiderato, por derradeiro, apresentaremos um projeto de uniformização e modernização das bases legais por meio da Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis aos Valores Mobiliários Intermediados, que objetiva aumentar os níveis de integração, operabilidade e eficiência dos mercados de valores mobiliários internacionais. No âmbito da Convenção, examinaremos algumas de suas disposições mais relevantes, tais como: os direitos dos titulares de conta; os direitos sobre a aquisição e a transferência de valores mobiliários intermediados; a insolvência dos intermediários financeiros; os direitos prioritários; e, por fim, disposições relativas às operações de garantia.

Para a conclusão dos resultados, o método de pesquisa empregado foi a pesquisa bibliográfica (incluindo pesquisa em livros de doutrina nacional e internacional, artigos de revistas científicas, bem como legislações, instruções e resoluções relativas ao tema) com natureza aplicada (objetivando gerar conhecimentos de aplicação prática, dirigidos à solução de problemas do Mercado de Capitais). Oportuno observar que, por meio de bolsa de estudos conjunta fornecida pela CAPES e pelo órgão correspondente na Alemanha, o DAAD, também foi possível a realização de pesquisas na Universidade de Giessen (Alemanha), durante intercâmbio acadêmico, entre 2010 e 2011 e, posteriormente, em 2013, por meio de estágio no UNIDROIT (Itália).

---

3JAYME, Erik. **O direito internacional privado do novo milênio**. In: Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito/UFRGS: Porto Alegre, Vol. 1, Nº 1, p. 87, mar. 2003.

## **1 PARTE I**

### **1.1 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

As sociedades anônimas (doravante denominadas simplesmente S.A.) surgem por volta dos séculos XVII e XVIII como um dos principais instrumentos de desenvolvimento da economia capitalista, permitindo o fomento de atividades para as quais se demandavam investimentos mais vultosos do que se poderia obter por meio das sociedades de pessoas<sup>4</sup>. Nesse ínterim, admitindo a limitação de responsabilidade de todos os seus sócios, a S.A. tornou possível a junção de capitais das mais variadas procedências, de grandes e pequenos investidores, que, movidos pelas mais diversas inspirações (embora com o denominador comum da colimação de lucros), conseguem mobilizar recursos em montante potencialmente ilimitado<sup>5</sup>.

A grande vantagem e chave do sucesso da S.A. foi estabelecer uma situação de ganho mútuo, afinal, tanto a sociedade empresária como o investidor obtêm vantagens expressivas com o processo: se, por um lado, para a S.A. viabiliza um canal fundamental na captação de recursos, permitindo o desenvolvimento da empresa, por outro, para o aplicador é uma opção de investimento. A figura do capital é, pois, elemento integrador neste tipo societário, já que fomenta a atividade desenvolvida pela sociedade e permite a injeção direta de recursos na companhia pelo público investidor, oferecendo, em contrapartida, participação societária e promessa de rendimentos futuros. Outro fator que também tornou a S.A. consideravelmente atraente foi a possibilidade da livre transferência do certificado incorporador dessa participação (conferindo-lhe, pois, liquidez imediata).

Muito embora, no direito brasileiro, existam duas espécies do gênero “sociedades por ações”, caso em que a participação social é representada por ações, quais sejam: a Sociedade Anônima, também conhecida como Companhia, referida nos arts. 1.088<sup>6</sup> a 1.089<sup>7</sup> do Código Civil (doravante denominado simplesmente CC) e a Sociedade em Comandita por Ações, mencionada entre os artigos 1.090 e 1.092 do mesmo CC, o presente trabalho tratará exclusivamente das primeiras. Ainda, com relação aos primeiros dois artigos citados,

---

4YASBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 81.

5LAMY FILHO, Alfredo Lamy. **A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas**. In: Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 39.

6Cf. CC, art. 1.088.

7Cf. CC, art. 1.089.

importante destacar que o Conselho da Justiça Federal, por meio do Centro de Estudos Judiciários, aprovou 2 enunciados a eles relacionados: em 2002, por ocasião da 1ª Jornada de Direito Civil, o Enunciado 68: “*Arts. 1.088 e 1.089: Suprimir os arts. 1.088 e 1.089 do novo Código Civil em razão de estar a matéria regulamentada em lei especial*” e, em 2004, na 3ª Jornada, também de Direito Civil, o Enunciado 230: “*Art. 1.089: A fusão e a incorporação de sociedade anônima continuam reguladas pelas normas previstas na Lei n. 6.404/76, não revogadas pelo Código Civil (art. 1.089), quanto a esse tipo societário*”.

Percebe-se, por conseguinte, um tratamento diferenciado dispensado à S.A. Primeiro, em razão do CC dispensar somente 2 de seus 2.027 artigos para regulá-la; segundo, em razão da remissão do próprio CC à lei especial, datada de 1976 (muito anterior à entrada em vigor do referido Código, portanto), motivo pelo qual se justifica a edição dos supramencionados Enunciados. A legislação especial, qual seja, a Lei 6.404 (doravante denominada simplesmente LSA) continua em vigor, e, por ser o diploma que dispõe sobre as S.A., será pontual e constantemente objeto de análise do presente estudo.

Como toda forma de sociedade, a S.A. possui características marcantes que a diferenciam dos demais tipos societários. Inicialmente, cabe destacar que justamente em razão da sua capacidade natural de aglutinar capitais, a S.A. tornou-se o modelo societário juridicamente mais adequado para a configuração das grandes empresas<sup>8</sup>. Além disso, são as S.A., por força de lei, sempre empresárias<sup>9</sup> (i.e., envolvem uma atividade típica de empresário<sup>10</sup>) e só adquirem personalidade jurídica com a inscrição do ato constitutivo<sup>11</sup> no Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo das Juntas Comerciais<sup>12</sup>, em um procedimento que deverá observar, entre outras formalidades, se o objeto social (definido no estatuto de modo preciso e completo<sup>13</sup>) não viola a lei, a ordem pública e os bons costumes, mas, especialmente, se o fim social visa ao lucro<sup>14</sup>. Eis, a seguir, breves considerações elencadas por Fran Martins<sup>15</sup> acerca desse tipo societário:

a) divisão do capital social em partes, em regra, de igual valor nominal. Essas partes do capital são denominadas ações; b) responsabilidade dos sócios limitada apenas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, não respondendo, assim, os

8REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29 Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 16.

9Cf. CC, art. 982º, Parágrafo único.

10Cf. CC, art. 966.

11Cf. CC, art. 985.

12Cf. CC, art. 1.150.

13Cf. LSA, art. 2º, § 2º.

14Cf. LSA, art. 2º.

15MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 239.

mesmos, perante terceiros, pelas obrigações assumidas pela sociedade; c) livre cessibilidade das ações por parte dos sócios, não afetando à estrutura da sociedade a entrada ou retirada de qualquer sócio; d) possibilidade de subscrição do capital social mediante apelo ao público; e) uso de uma denominação ou nome de fantasia para nome comercial, devendo, contudo, a essa denominação serem sempre acrescidas as palavras sociedade anônima, por extenso ou abreviadamente. A palavra companhia, antecedendo a denominação social é sinônima da locução sociedade anônima, sendo essa, assim, dispensável quando aquela for empregada; f) possibilidade de pertencerem à sociedade menores ou incapazes, sem que esse fato acarrete nulidade para a mesma.

Da parte dos sócios, que, segundo a legislação brasileira, devem ser no mínimo dois<sup>16</sup>, sob a égide das grandes empresas, existe uma evidente prevalência de aspectos objetivos, especialmente patrimoniais, em detrimento de aspectos subjetivos, como a figura do sócio. A pessoa do acionista não recebe atenção especial na S.A., porquanto o sócio seja apenas obrigado a integralizar o número de ações que subscreveu (quando da formação da sociedade, no chamado mercado primário) ou adquiriu (se depois da sua constituição, no chamado mercado secundário). O acionista, além disso, pode, a qualquer momento, sem dar conta de seu ato à sociedade, negociar livremente seus títulos, submetendo-se apenas à dinâmica do mercado, sobretudo à lei da oferta e da demanda. A possibilidade da livre negociação da participação societária atesta, pois, a irrelevância quanto à identidade do acionista. Aliás, o sócio mais usual no tipo societário S.A. é aquele cujo interesse não se volta à empresa mesma, mas exclusivamente aos resultados econômicos que ela pode gerar<sup>17</sup>.

Destarte, a figura da *affectio societatis*, entendida como unidade representativa do liame entre os sócios, apresenta, nas S.A., uma tônica diferente daquela encontrada em outros tipos societários. A doutrina inclusive sugere (ainda que sem unanimidade) que nem mesmo o seu rompimento é cogitado como causa de exclusão do sócio transgressor – o que somente poderia ser justificado pela violação de deveres de lealdade e de colaboração<sup>18</sup>. Percebe-se, por isso, que a *affectio societatis*, na S.A., não se reduz simplesmente ao elemento volitivo ou voluntário de associar-se e permanecer associado, mas conjuga-se, também, com a ideia do próprio “fim social”. Admite-se, por isso, a inclusão do sócio no quadro social, independentemente de suas qualidades individuais, da persistência de conhecimento pessoal acerca da atividade desempenhada ou, ainda, de confiança recíproca. Pode-se, desta forma, concluir que a figura da pessoa do sócio, seja ela física ou jurídica, é irrelevante, via de regra,

---

16Cf. LSA, art. 80.

17COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 11ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2008, p. 66.

18NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e VON ADAMECK, Marcelo Vieira. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de “fim social”. In: Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 125.

do ponto de vista do exercício da atividade empresarial – o que importa, todavia, é o capital aportado pelo sócio na empresa.

## 1.2 O MERCADO DE CAPITAIS

De acordo com Yazbek<sup>19</sup>, o Mercado de Capitais seria aquele em que são realizadas as operações de longo ou de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do “alongamento do perfil” das dívidas das empresas – conforme a natureza da operação e as finalidades pretendidas, podendo dela participar bancos de investimento, instituições de fomento (como o BNDES) e as sociedades corretoras e distribuidoras. No Mercado de Capitais, a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e seu beneficiário (normalmente uma S.A.), a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas, adquiridas pelo primeiro. Destarte, ainda que existam intermediários financeiros, são, no Mercado de Capitais, meros intervenientes (e não contrapartes), prestando serviços de aproximação, representação ou liquidação de operações para seus clientes, as partes reais.

Quanto às questões da sua disciplina jurídica, isto é, em relação ao Direito do Mercado de Capitais, cujo escopo principal é a integridade e eficiência da sua capacidade funcional, este tem por objeto a regulação<sup>20</sup> de três pontos principais: das bolsas de valores, dos prestadores de serviço direcionados ao mercado e dos próprios agentes atuantes no mercado. Sobre as bolsas, conforme J. X. Carvalho de Mendonça<sup>21</sup>, em razão de concentrarem oferta e procura, são as responsáveis por impulsionar e facilitar, com garantias de sinceridade, o concurso dos capitalistas para o sucesso dos novos empreendimentos empresariais. Assim, justamente em razão da posição central das bolsas no sistema de negociação dos valores

---

19YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 126-127.

20Prefere-se aqui usar o termo “regulação” a “regulamentação”, porquanto sejamos adeptos da diferenciação proposta por Di Pietro, sendo o primeiro o “conjunto de regras de conduta e de controle da atividade econômica pública e privada e das atividades sociais não exclusivas do Estado, com a finalidade de proteger o interesse público”. A atividade de regulação estaria, dessa forma, no âmbito da Administração e do Legislativo; já o segundo envolveria a ideia da Constituição Federal outorgar “ao Presidente da República, com exclusividade, o poder regulamentar, como regulamento de execução no art. 84, IV, e como regulamento autônomo no art. 84, VI”, a regulamentação seria, assim, competência exclusiva do Chefe do Poder Executivo (DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. **Limites da função reguladora das Agências diante do princípio da legalidade**. In: *Direitos Regulatórios: Temas Polêmicos*. Maria Sylvania Zanella Di Pietro (Coord.). Belo Horizonte: Forum, 2003. p. 19-49).

21 CARVALHO DE MENDONÇA, J. X.. **Tratado de Direito Commercial Brasileiro**. 3ª Ed., Vol. 6, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1955, p. 283.

mobiliários<sup>22</sup>, sua regulação é a que apresenta maior densidade. No que se refere aos prestadores de serviço direcionados ao mercado (no Brasil representados, especialmente, pelas corretoras de valores), a *ratio* da regulação é a posição de destaque que, por razões técnicas, estes intermediários ocupam no mercado; os investidores, afinal, não têm acesso direto aos valores mobiliários, senão por meio deles. Quanto à regulação dos agentes atuantes no mercado, que englobam o público investidor, o emitente dos valores mobiliários e, em casos extremos, os analistas de valores mobiliários negociados ou mesmo os jornalistas econômicos, tem por escopo garantir os deveres de conduta no mercado. Kumpel<sup>23</sup> define o Direito do Mercado de Capitais como:

A totalidade de disposições legais, condições de negócios e padrões (standards) reconhecidos, que regulam a organização do Mercado de Capitais, as prestações de serviços bancários, relacionados a este mercado, bem como os deveres de conduta dos participantes do mercado, ou de terceiros, também assim relacionados.

Quanto ao objeto do Mercado de Capitais, é o valor mobiliário. Para Fábio Ulhoa Coelho<sup>24</sup>, valores mobiliários são tanto instrumentos de captação de recursos em benefício da S.A., que os emite no mercado de valores mobiliários, financiando a atividade explorada, quanto, por outro lado, aqueles que os subscrevem ou adquirem, uma alternativa de investimento. Mattos Filho<sup>25</sup> define valor mobiliário como sendo o investimento oferecido ao público sobre o qual o investidor não tem controle direto e cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária, todavia, a emissão de título para a materialização da relação obrigacional. Carvalhosa<sup>26</sup>, usando-se do direito comparado, destaca que os valores mobiliários brasileiros apresentam grande semelhança com o “security” do direito norte-americano (sec. 2 (a) (1), do Securities Act, de 1933). No direito norte-americano, por conseguinte, o conceito de security remonta ao célebre caso “SEC vs. W. J. Howey Company”, julgado pela Suprema Corte em 1946. Sobre o caso Howey, Leães<sup>27</sup>

---

22 Importa notar que, no Brasil, há ainda a particularidade que, desde o ano 1999, todas as 9 bolsas de valores que existiam espalhadas pelo país sofreram um processo de integração, que resultou na concentração das atividades de negociação de valores mobiliários em somente 2 delas: na BOVESPA, em São Paulo, e na BVRJ, no Rio de Janeiro, sendo a primeira responsável por negociar, com exclusividade, títulos privados, e a segunda, públicos. Em 2002, a BVRJ foi incorporada pela BM&F, que, por sua vez, em 2008, foi fundida com a BOVESPA; deu-se origem, então, a uma nova instituição, a BM&FBOVESPA, que hoje é a bolsa oficial do país.

23 KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 7.

24 COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. Vol. 2.. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 136.

25 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O Conceito de Valor Mobiliário**. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n° 59, 1985, p. 49.

26 CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo, Saraiva, 2002, p. 488.

27 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Conceito de “Security” no Direito Norte-americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n° 14,

ensina que a decisão foi responsável por fornecer uma estrutura fundamental para a conceituação de “contratos de investimento”, que, por uma curiosa operação de raciocínio, passou a ser a própria definição de “security”.

Ainda no que tange ao Direito Comparado, dois sistemas diversos são possíveis verificações no âmbito dos “valores mobiliários”: de um lado, há países que optam por um significado abrangente (Estados Unidos da América e Japão); e, de outro, há aqueles que possuem um significado restrito, isto é, são definidos, basicamente, em função da sua emissão por uma S.A. e em razão da sua negociação em massa (Inglaterra, França e Alemanha)<sup>28</sup>. Quanto a este segundo grupo de países, a Inglaterra, embora utilize-se da expressão norte-americana “security” (ou melhor, emprega-se “equity securities”: S560, (1), do Companies Act, de 2006), o sentido não é o mesmo do norte-americano, pois designa, especificamente, “ações ordinárias de uma empresa ou direitos de subscrição (ou de conversão) em ações ordinárias de uma empresa”; na França, porém, a expressão “valeurs mobilières” (Art. L228-1 do Code de commerce, de 2000) designa “uma categoria de títulos financeiros que podem ser tanto de propriedade (ação) ou de dívida (obrigação), conferindo, todavia, direitos padronizados a seus titulares (o direito ao mesmo cupom ou dividendo, listados sob a mesma modalidade na bolsa de valores e cuja emissão tenha o igual valor nominal)”. Na Alemanha, o conceito de “Wertpapier” (§ 2, Abs. 1, da Wertpapierhandelsgesetz, de 1998) abrange “todas as espécies de títulos, ainda que sem certificado correspondente, com a exceção de instrumentos de pagamento, que em razão da sua natureza sejam negociados nos mercados financeiros”.

No direito brasileiro, embora não exista conceituação legal de valor mobiliário, a Lei 6.385/76, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários<sup>29</sup> (doravante denominada simplesmente CVM), apresenta, em seu art. 2º, um conjunto deles – e evidencia, especialmente em seu inciso IX, a alegação de que os valores mobiliários brasileiros apresentam, de fato, grande semelhança com os “securities” do direito norte-americano; afinal, o próprio conceito de valor mobiliário confunde-se com o de contrato de investimento coletivo, senão vejamos:

---

1974, p. 47.

28EIZIRIK, Nelson Laks. Aspectos **Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 155.

29A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado; dentre as matérias que cabe à CVM disciplinar e fiscalizar destacam-se as seguintes atividades: a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Analisando-se pontualmente o caput e o parágrafo segundo do referido art. 2, pode-se concluir, conforme Bulgarelli<sup>30</sup>, que o critério legal não restringiu a relação apenas aos títulos ditos de bolsa, mas também não alargou o suficiente para abranger todos os papéis negociáveis no mercado, ou seja, haveria uma evidente escolha legislativa responsável por estabelecer os títulos aptos à negociação no mercado de capitais. Escolha que, segundo Mattos Filhos<sup>31</sup>, embora demande cenários vagos e ambíguos na tentativa de abranger situações não previsíveis quando da listagem legislativa, encontra sua *ratio* na proteção do investidor; por isso, ainda que represente uma intervenção na realidade econômica, não pode ser simplesmente renunciada.

Interessante mencionar que as supramencionadas citações sobrevieram anteriormente à inclusão do inciso IX pela lei 10.33, de 31.10.2001, estando, portanto, parcialmente defasadas. Percebe-se, por conseguinte, que o referido aditamento ocasionou uma significativa mudança paradigmática na legislação brasileira. Conforme Carvalhosa<sup>32</sup>, dado ao seu caráter flexível, o legislador indica que não mais buscará ampliar o rol de ativos tidos como valores mobiliários por meio da edição de normas regulamentares, como vinha sendo

30BULGARELLI, Waldirio. **Os Valores Mobiliários Brasileiros como Títulos de Crédito**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 37, 1980, p. 95.

31MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O Conceito de Valor Mobiliário**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 59, 1985, p. 39.

32CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo, Saraiva, 2002, p. 481.

praticado anteriormente, pois o elenco de valores mobiliários, antes considerado apenas como exemplificativo, torna-se exaustivo, já que passa a comportar “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração”.

### 1.2.1 AS AÇÕES

Passaremos agora a abordar o valor mobiliário objeto de estudo desta primeira parte do trabalho: a ação. Primeiro, faremos uma breve introdução sobre as ações (que inclui o sistema de propriedade acionário e a sua circulação); posteriormente, o roteiro ficará a cargo das disposições a elas relativas, inseridas na LSA.

Consoante Tavares Borba<sup>33</sup>, as ações funcionam como unidades do capital social, correspondendo precisamente a uma fração sua e atribuindo ao seu titular a condição de acionista, ou seja, titular de direitos e deveres perante a sociedade. Assim, interessante fazer alguns apontamentos acerca do capital social de uma sociedade, que, antes de mais nada, é formado pela contribuição de todos os seus sócios e fixado pelo seu estatuto social. Deve este, além disso, ser corrigido monetariamente todos os anos<sup>34</sup> e estar sempre expresso em moeda nacional, embora também possa ser formado por qualquer outra espécie de bens, corpóreos ou incorpóreos, desde que suscetíveis a avaliação em dinheiro<sup>35</sup>. O capital social, ademais, pode (ou não) ser dividido em frações de igual valor nominal<sup>36</sup> – em ações, portanto – com a finalidade, segundo Fran Martins<sup>37</sup>, de dar (ou não) direitos idênticos a todos os que possuem ações de uma mesma classe. Sant'Anna<sup>38</sup>, neste contexto, esclarece que capital social não se confunde com patrimônio da sociedade, já que o primeiro é fixado no estatuto, e o segundo, sujeito às flutuações da vida e do desenvolvimento da companhia

33TAVARES BORBA, José Edwaldo. **Direito Societário**. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 177.

34Cf. LSA, art. 5º, caput e parágrafo único.

35Cf. LSA, art. 7º.

36As ações podem ter 5 tipos distintos de valor: valor nominal (as ações, de acordo com o disposto no estatuto, podem ou não ter valor nominal, que é o resultado da divisão do capital social pelo número de ações emitidas); patrimonial (o valor patrimonial da ação é a divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações emitidas); de negociação (valor de negociação da ação é o contratado, por livre manifestação de vontade, entre quem aliena e quem adquire e que varia, principalmente, conforme as perspectivas de rentabilidade da empresa); econômico (o valor econômico é resultado do método do fluxo de caixa descontado e traduz o valor que os avaliadores de investimento definem como sendo o mais vantajoso ao adquirente no que se refere a ações de determinada companhia); e de emissão (valor de emissão é aquele atribuído pela companhia emissora à ação, a ser pago, à vista ou a prazo, pelo subscritor). COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. II. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 103-117.

37MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 245.

38SANT'ANNA, Rubens. **Direito Societário**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1988, p. 74.

(correspondendo, pois, à universalidade de bens de uma sociedade em certo momento).

Por derradeiro, de acordo com Fran Martins<sup>39</sup>, embora o fato de ter seu capital social dividido em ações ser uma característica do tipo societário das S.A., outros tipos societários também podem dividir o seu capital social em partes de igual valor nominal; a diferença é que, enquanto nas últimas esta divisão é facultativa, nas primeiras é obrigatória, por imposição legal. A divisão do capital social das S.A. em ações, conforme aludido pelo art. 1º, da LSA e pelo art. 1.088 do CC, significa, para Pedreira e Lamy Filho, que as participações societárias são padronizadas e incorporadas em valores mobiliários<sup>40</sup>.

### 1.2.1.1 O SISTEMA DE PROPRIEDADE ACIONÁRIO

Requião<sup>41</sup> destaca que o sistema de propriedade acionário, especialmente nas S.A. de capital aberto<sup>42</sup>, dissociou, inovadoramente, a unidade da propriedade consagrada pelo direito romano por meio do binômio gestão/fruição: ao proprietário da ação foi assegurado o gozo dos frutos, tirando-lhe o ônus da gestão ou administração dos bens investidos. Essa mudança paradigmática possibilitou que o acionista, ao subscrever ou adquirir uma ação, dispensasse o direito de poder administrar a sociedade, de tal sorte que essa atividade passou a se dar de forma profissional, ou seja, por meio de órgãos especiais de administração da sociedade, de seus administradores ou diretores.

O elemento fruição, que é titularizado pelo acionista sem o ônus da administração, encontra fundamento em duas abstrações jurídicas: primeiro, no reconhecimento legal da pessoa jurídica sociedade<sup>43</sup> e, segundo, na separação da responsabilidade da sociedade com a pessoa de (cada um de) seus sócios; de forma que é a própria sociedade a responsável, via de regra, pelas obrigações sociais, respondendo, com todo o seu patrimônio, seja ele presente ou futuro<sup>44</sup>. Na S.A., a personalidade jurídica da sociedade é distinta daquela dos sócios que a compõem (sejam pessoas físicas, jurídicas ou ambas); são pessoas inconfundíveis, independentes entre si<sup>45</sup>.

39MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 245.

40PEDREIRA, José Luiz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo (Coordenadores). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009, Vols. I e II, p. 129-183

41REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 103.

42Nas sociedades pequenas, *fechadas* ou de *família*, assim como nas sociedades de pessoas, o reduzido grupo de acionista normalmente detém as ações e a administração, de tal sorte que o administrador é o próprio acionista.

43Cf. CC, art. 44, II.

44Cf. CC, art. 391, e CPC, art. 591.

45COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 112.

Quanto à limitação da responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade, Rubens Requião<sup>46</sup> ensina que a S.A. tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente devido a esse atributo, já que permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos empresariais, sem que o investidor, modesto ou poderoso, vincule-se à responsabilidade além da soma investida. Os sócios, por sua vez, respondem, ou melhor, obrigam-se, somente pelo preço de emissão das ações que subscreverem ou adquirirem<sup>47</sup>.

### 1.2.1.2 CIRCULAÇÃO DAS AÇÕES

As sociedades anônimas se classificam em abertas ou fechadas, conforme tenham ou não valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, seja na bolsa de valores ou no mercado de balcão<sup>48</sup>. Somente na S.A. fechada o estatuto pode estabelecer limitações à negociação dos valores mobiliários representativos do capital social, desde que, todavia, não impeça sua negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas<sup>49</sup>. Quanto à permissão legal para o estatuto da companhia fechada limitar a circulação das ações, forçoso concluir pela impossibilidade de o estatuto condicionar a venda das ações à concordância dos demais acionistas, porquanto as limitações abrangidas na autorização excepcional da lei digam respeito, basicamente, à possibilidade de o estatuto assegurar o direito de preferência aos demais acionistas, em igualdade de condições, no caso de alienação de ações a terceiros estranhos ao quadro social. A conclusão advém da interpretação subsuntiva e sistemática do caput art. 36 da LSA, com parágrafo único do art. 982<sup>50</sup> do CC, afinal, dizer que uma sociedade é empresária também significa dizer que os sócios não podem vetar a participação societária de terceiros (como ocorre, por exemplo, com as sociedades de pessoas), mas tão somente estabelecer limitações em conformidade com o próprio regime jurídico existente, o que não autoriza, por derradeiro, a opção pelo regime personalístico dentre as S.A., sejam abertas ou fechadas.

No plano da diferenciação entre mercado primário e secundário, estão a emissão e a subscrição das ações inseridas naquele primeiro; envolvem, pois, de um lado, a S.A. emissora das ações (na condição de credora do preço de emissão) e de outro, o investidor (interessado

---

46REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 29.

47Cf. CC, art. 1.088, e LSA, art. 1º.

48Cf. LSA, art. 4º.

49Cf. LSA, art. 36.

50Cf. CC, art. 982, parágrafo único.

em se tornar titular da ação e devedor do preço subscrito). A ação, outrossim, também é objeto de operação no mercado secundário, no caso, por exemplo, de o acionista vender posteriormente a sua participação societária (deixando, conseqüentemente, de ser o titular das ações correspondentes). Esta seria, aliás, a grande vantagem oferecida pelas S.A., que, de acordo com Ulhoa Coelho<sup>51</sup>, oferecem a possibilidade de negociação fácil e rápida de suas ações, sem que se venha a modificar, com isso, seu ato constitutivo ou organização. Para as companhias, vigora o princípio da livre circulação das ações (muito embora, salienta-se, seja imprescindível a obtenção de autorização junto à CVM para que uma companhia tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários<sup>52</sup>). Nas operações do mercado secundário, a despeito de a companhia estar alheia à negociação, também há dois interessados: em um polo, o vendedor (que deixa de ser acionista titular das ações vendidas e passa a ser credor do preço livremente ajustado) e, em outro, o comprador (que passa a titularizar a posição do primeiro, devendo-lhe, por conseguinte, o preço acordado). Segundo Requião, é no mercado secundário que ocorre a circulação da ação<sup>53</sup>.

### 1.2.1.3 CLASSIFICAÇÃO E CARACTERÍSTICAS DAS AÇÕES

#### 1.2.1.3.1 Quanto aos direitos e vantagens que conferem aos seus titulares: ações ordinárias, ações preferenciais e ações de fruição

De acordo com Costa e Silva<sup>54</sup>, é inquestionável que nas companhias abertas existam dois tipos de sócios: aqueles que têm interesse direto no processo de formação da vontade social, entre os quais se destaca o acionista controlador<sup>55</sup>, e aqueles que estão interessados exclusivamente nos seus resultados econômicos e financeiros, na valorização e na liquidez do investimento que realizaram. Para aqueles, o direito de voto e a possibilidade de influenciar as

51COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 14ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 112.

52Cf. LSA, art. 4º, § 1º e § 2º.

53REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 139.

54COSTA E SILVA, Francisco da. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, p. 17.

55Quanto ao papel do acionista controlador no âmbito das S.A., interessante mencionar que, na qualidade de pessoa natural ou jurídica, ou mesmo de um grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, há, concomitantemente, direitos que lhe asseguram, permanentemente, a maioria de voto nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, assim como o poder para, efetivamente, dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 290). A LSA destaca e regula as atividades do acionista controlador, estabelecendo, por exemplo, o dever de vinculação ao objeto e à função social da empresa (art. 116), assim como o dever de usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (art. 116, parágrafo único).

deliberações sociais é decisivo; para estes, entretanto, as vantagens patrimoniais e financeiras são fatores mais relevantes do que a existência de direitos políticos. Assim, a possibilidade de as companhias emitirem mais de uma espécie de ação teria por objetivo suprir esses diferentes tipos de expectativas.

Segundo Fran Martins<sup>56</sup>, as ações ordinárias ou comuns dão aos seus possuidores, em princípio, a plenitude dos direitos sociais, sem preferências ou condições, isto é, garantem a participação nos dividendos da sociedade e nas deliberações feitas em assembleias, que são o poder social mais alto. Frisa-se, nesse sentido, que os votos nas assembleias não são tomados por pessoas, e sim pelo número de ações; por isso, se uma pessoa possuir diversas ações, terá direito a tantos votos quantas forem as ações.

Para Verçosa<sup>57</sup>, as ações preferenciais gozam de preferências ou vantagens em relação a outras classes da mesma espécie, ou entre elas e as ordinárias. Por conseguinte, quando a sociedade adota classes de preferenciais e de ordinárias, nasce uma hierarquia na concessão dos direitos ou vantagens conferidos, a ser determinada pelo estatuto, que pode ser tanto: prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou acumulação das preferências e vantagens dos itens anteriores. Também é permitido ao estatuto tirar das ações preferenciais o direito de voto ou atribuí-lo com restrições (renúncia total ou parcial do direito político do voto) em troca de uma determinada vantagem econômica. As ações preferenciais geralmente são adquiridas por minoritários que não têm interesse na vida política da sociedade, sendo resultado de uma relação de confiança nutrida especialmente por mecanismos de governança corporativa. De qualquer forma, o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição no exercício desse direito não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas<sup>58</sup>.

Por fim, consoante Requião<sup>59</sup>, as ações de fruição ou de gozo são as que resultam, se assim dispuser o estatuto ou determinar a assembleia geral extraordinária, da amortização das ações comuns ou preferenciais. As ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral que deliberar a amortização; em qualquer caso, ocorrendo liquidação da companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas

---

56MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 246.

57VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 3. 3ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 155-156.

58Cf. LSA, art. 15, § 2º.

59REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 126.

valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente<sup>60</sup>. Dessa forma, as ações de fruição são despidas de capital e devolvem ao acionista o valor de seu investimento de forma antecipada. Assim, no caso de liquidação da sociedade, já que esvaziadas de seu conteúdo financeiro, nada tem o acionista a receber a título de capital. Não existe restrição quanto à instituição das ações de fruição, além de não ser defeso ao estatuto e à assembleia geral privar o acionista dos direitos essenciais assegurados ao acionista (art. 109 LSA)<sup>61</sup>.

#### **1.2.1.3.2 Quanto ao valor nominal: ações com valor nominal e ações sem valor nominal**

Segundo Ulhoa Coelho<sup>62</sup>, as ações, de acordo com o disposto no estatuto, podem (ou não) ter valor nominal, que é o resultado da divisão do capital social pelo número de ações emitidas. Existindo o referido valor, será, portanto, o mesmo para todas as ações da companhia<sup>63</sup>. Trata-se, pois, de simples operação matemática, em que o montante em reais do capital social é dividido pelo número de todas as ações de emissão da sociedade, independentemente da espécie ou classe. A atribuição do valor nominal à participação societária importa à garantia relativa contra a diluição do patrimônio acionário, na hipótese de emissão de novas ações, isso porque o art. 13 da LSA veda que novas ações sejam emitidas com preço de emissão inferior ao valor nominal<sup>64</sup>. Por isso, os estatutos que atribuírem às ações um valor nominal resguardam, relativamente, os acionistas dos efeitos da diluição. No que tange à redução do capital social motivado pelo seu excesso, receberá o acionista o valor nominal correspondente à ação cancelada, ou, caso mantido o número de ações, receberá parte proporcional ao valor delas.

O direito brasileiro também admite a emissão de ações nem valor nominal. A questão, em verdade, é meramente formal, já que para os casos em que não haja expressamente um valor de referência, este poderá ser facilmente obtido por meio de uma operação matemática: dividindo-se o valor do capital social pelo número de ações emitidas. Tal resultado é denominado “valor quociente”. Interessante mencionar que o estatuto da companhia composta por ações sem valor nominal pode criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal<sup>65</sup>, de forma que a sociedade passa a ter ambas as formas de ação (com e sem valor

---

60Cf. LSA, art. 44, § 5º.

61Cf. LSA, art. 109.

62COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. II. 17ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 104 e 105.

63Cf. LSA, art. 11, § 2º.

64Cf. LSA, art. 13.

65Cf. LSA, art. 11, § 1º.

nominal). Quanto à diluição do patrimônio acionário, inexistindo valor nominal, não haverá limite mínimo para o preço de emissão das novas ações, o que pode, inclusive, intensificar a diluição. Quanto à redução operada com restituição na sociedade com ações sem valor nominal, este valor será calculado a partir da divisão do capital social pelo número de ações (valor quociente), recebendo o acionista exatamente a mesma importância que seria sido paga caso o estatuto tivesse atribuído valor nominal a elas.

### **1.2.1.3.3 Quanto à forma para a circulação: atualmente<sup>66</sup>, ações nominativas *lato sensu*, ações nominativas *stricto sensu* e ações escriturais**

Quanto à forma para a circulação da ação, não há uniformidade na doutrina sobre como se classificam, especialmente porque a LSA, em seu art. 20, estabeleceu que só existem ações nominativas<sup>67</sup>, isto é, com a nova redação dada pela Lei nº 8.021/1990, extinguíram-se as ações endossáveis ao portador (revogando-se também os arts. 32 e 33 da LSA) em razão de, supostamente, prestarem-se a encobrir operações ilícitas. Desta forma, já que todas as ações no direito brasileiro devem ser, por força de lei, nominativas, a melhor forma de subdividi-las nos parece aquela que considera as ações nominativas como gênero, ou seja, espécie *lato sensu*, da qual são gênero as ações nominativas *stricto sensu* (previstas no art. 31 da LSA) e as ações escriturais (previstas nos arts. 34 e 35 da LSA)<sup>68</sup>.

Este raciocínio é consequência do reconhecimento de distintos procedimentos adotados quando da transferência da titularidade da ação. Diferenciam-se, pois, as regras atinentes à circulação das ações nominativas *stricto sensu* daquelas previstas para as escriturais. As primeiras são transferidas por meio de registro nos livros da sociedade anônima emissora; destarte, todo e qualquer ato praticado pelas partes anteriormente ao registro, seja definição do preço, assinatura de contrato, pagamento, formalização da quitação ou mesmo entrega do certificado não opera a transferência da titularidade da ação. A ação nominativa *stricto sensu* somente se desloca do patrimônio do acionista-vendedor para o do acionista-comprador, frisa-se, concretizando a transferência da titularidade do acionista, isto é, no momento em que o respectivo termo é lançado no denominado “Livro de Registro de Ações

---

66A Lei nº 8.021/1990, em seu art. 4º, extinguiu as ações nas modalidades “ao portador” e “endossável”.

67Cf. LSA, art. 20.

68VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 3. 3ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 160 e 161.

Nominativas”<sup>69</sup> (termo que é escriturado pela própria S.A. e assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por seus legítimos representantes<sup>70</sup>).

Diferente é o procedimento de transferência da ação escritural. Em verdade, como dito acima, as ações escriturais são espécie das ações nominativas *lato sensu* e, por isso, também devem ser registradas; este procedimento se dá escrituralmente, todavia. Por conseguinte, enquanto os registros das ações nominativas *stricto sensu* são de responsabilidade direta da própria companhia emissora dos títulos, que se responsabiliza por anotar e fiscalizar o controle acionário por meio de registros próprios, os das ações escriturais são delegados a uma instituição financeira contratada pela S.A., ou seja, são de responsabilidade de um *intermediário*. Este procedimento, por sua vez, opera-se por meio do lançamento efetuado pela instituição depositária em seus livros (a débito na conta de ações do alienante e a crédito, na conta de ações do adquirente), mediante ordem escrita, autorização ou ordem judicial, em documento hábil que ficará em poder da instituição<sup>71</sup>.

Em relação às ações escriturais, são desprovidas de certificado físico e, por isso, mantidas em contas de depósito abertas em nome de cada acionista junto a uma instituição financeira autorizada pela CVM a prestar o serviço<sup>72</sup> (que se dá de forma paga ou gratuita<sup>73</sup>). Segundo Fran Martins<sup>74</sup>, as ações escriturais dão aos acionistas os mesmos direitos que as ações representadas por certificados; o procedimento para realizá-los se dá, todavia, de forma distinta. Assim sendo, prova o acionista a sua titularidade por meio de extrato do registro das ações escriturais<sup>75</sup>, que deve ser fornecido pela instituição sempre que solicitado pelo acionista. O extrato também deve ser fornecido ao término de todo mês em que as ações forem movimentadas, e, no caso de não haver movimentação, pelo menos uma vez por ano<sup>76</sup>.

A comprovação da qualidade de acionista é importante, por exemplo, quando da realização da assembleia geral da sociedade, isso porque, durante sua realização, só podem participar dos trabalhos os membros do órgão, isto é, os acionistas ou seus procuradores e advogados<sup>77</sup>. Nesse sentido, há inclusive o Parecer CVM/SJU, nº 18/1979<sup>78</sup>, cujo item 37

---

69Cf. LSA, art. 31.

70Cf. LSA, art. 31, § 1º.

71Cf. LSA, art. 35, § 1º.

72Cf. LSA, art. 34.

73Cf. LSA, art. 35 § 3º.

74MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 250.

75Cf. LSA, art. 35.

76Cf. LSA, art. 35. § 2º.

77Cf. LSA, art. 126.

78 Referência: Interessado Randon S.A. Assunto: Interpretação do § 1º do artigo 137 da lei nº 6.404/76. Ementa: A Lei, quando clara, não requer interpretação. A comprovação da qualidade de acionista, antes ou na data da

determina que “cabe ao acionista provar em seu favor, pelos meios admitidos em direito, a contemporaneidade de sua condição de titular de ações, à Companhia, não aceitando por motivo justificado a prova apresentada, caberá elidir o meio apresentado”. Conseqüentemente, os acionistas que compuserem o quadro social da companhia devem exhibir documento de identidade, e, de acordo com a ação que possuam, o certificado de acionista (caso se trate de ação nominativa *stricto sensu*) ou o comprovante expedido pela instituição financeira depositária (tratando-se de ações escriturais ou custodiadas por instituição financeira).

Por derradeiro, mister destacar que a forma como se verifica a transferência da ação não se confunde com o fato de ter (ou não) sido emitido certificado correspondente, isso porque, a despeito de se materializam (ou não) em um título físico atestador da participação societária, no direito brasileiro o certificado não tem o condão de ser o próprio veículo de transmissão da titularidade da ação (tal qual ocorre nos títulos de crédito). Afinal, embora possam, por exemplo, ser considerados instrumento legitimador da condição de sócio quando da participação em assembleia, prescindem de registro para a perfectibilização do ato de transferência. Ademais, as ações escriturais também são referidas como *desmaterializadas* porque, por meio de expressa dispensa no estatuto, dispensam a emissão de certificados. Por derradeiro, pode a companhia, a qualquer tempo, optar por mudar seu estatuto, de forma a permitir a conversão de ação nominativa *stricto sensu* em escritural, desde que, todavia, cancele o certificado em circulação<sup>79</sup>, já que este não mais prestaria como prova da propriedade acionária.

A próxima seção se dedicará, com exclusividade, às ações escriturais.

#### **1.2.1.4 AS AÇÕES ESCRITURAS**

##### **1.2.1.4.1 HISTÓRICO**

Mister ressaltar de pronto que, embora a eclosão da desmaterialização pareça derivar da transformação tecnológica ocorrida em meados do século passado e proveniente da mudança da Era Industrial para a Era Informacional, também conhecida como Era Digital<sup>80</sup>,

---

AGE, faz-se de acordo com o artigo 126, combinado com os artigos 31, 32, 33 e 34 da Lei nº 6.404/76; e, supletivamente, por outros meios admitidos em Direito.

<sup>79</sup>Cf. LSA, art. 34 § 1º.

<sup>80</sup>Peter Drucker, em **The Age of Discontinuity** (1969), e Daniel Bell, em **The Coming of Post Industrial Society** (1973), como premonestres da identificação desse fenômeno, identificaram significativas transformações nos moldes da sociedade moderna, especialmente com o surgimento e desenvolvimento da tecnologia da

algumas ressalvas precisam ser feitas. Não se nega, por óbvio, a utilidade e o valor da evolução cibernética, que, fruto de ferramentas como o microprocessador, a fibra óptica e a rede mundial de computadores (internet)<sup>81</sup> revolucionou a forma de funcionamento do mercado financeiro ao norteá-lo à atmosfera virtual<sup>82</sup> e à implementação dos mais modernos sistemas eletrônicos e informatizados. Nada obstante, surge a desmaterialização de forma independente e autônoma a tais avanços. Por isso, há que se creditar berço distinto para o fenômeno ora aventado.

Apontaremos, nesse ínterim, duas evidências que sustentam tal tese, uma em sede de direito comparado e outra de nacional. No que se refere ao estudo de caso do direito estrangeiro, cita-se o “American Depositary Receipt” (ADR, ou certificado de depósito de valores mobiliários, em português), instrumento criado pelo banqueiro J. P. Morgan nos anos 1920 para viabilizar investimentos de seus clientes norte-americanos na Inglaterra. O instrumento, conceitualmente, é uma espécie de valor mobiliário emitido por bancos norte-americanos, que possibilita a captação de recursos no mercado de capitais secundário dos Estados Unidos por S.A. sediadas fora desse país. O paradigma inaugural foi, por conseguinte, a rede de varejo inglesa Selfridge & Co., sendo impulsionado basicamente em razão de duas limitações enfrentadas pelos investidores norte-americanos no exterior, quais sejam: as restrições à participação de estrangeiros no capital de sociedades britânicas e o desinteresse por parte dos norte-americanos em investimentos não sujeitos ao direito estadunidense.

Percebendo esse contexto desfavorável, o referido banqueiro criou um instrumento

---

informação e da comunicação, as quais, de tão inovadoras e paradigmáticas, poderiam ser comparadas aos elementos que contribuíram para a transição da sociedade agrária para a industrial.

81Existem íntimas ligações entre as primeiras pesquisas digitais, as necessidades militares passadas e a evolução da ciência e da engenharia do pós-guerra. Assim, se a Segunda Guerra Mundial ficou marcada pelo desenvolvimento dos computadores eletrônicos usados como ferramentas de processamento de cálculos matemáticos para solucionar problemas de balísticas e decifrar códigos criptografados, a Guerra Fria firmou-se como período de desenvolvimento dessas tecnologias e introdução dos computadores como ferramentas de comunicação e controle de informações. (EDWARDS, Paul N.. **The Closed World**. MIT Press: Cambridge, 1996, p. 43-73).

82A etimologia da palavra virtual deriva do latim medieval *virtualis*, derivado por sua vez de *virtus*, força, potência. Na filosofia escolástica, é virtual o que existe em potência e não em ato. O virtual tende a atualizar-se, sem ter passado, no entanto, à concretização efetiva ou formal. A árvore está virtualmente presente na semente. Em termos rigorosamente filosóficos, o virtual não se opõe ao real mas ao atual: virtualidade e atualidade são apenas duas maneiras de ser diferentes. Essa abordagem contém uma indicação que não se deve negligenciar: o virtual, com muita frequência, “não está presente”. A virtualização submete a narrativa clássica a uma prova rude: unidade de tempo sem unidade de lugar (graças às interações em tempo real por redes eletrônicas, às transmissões ao vivo, aos sistemas de telepresença), continuidade de ação apesar de uma duração descontínua (como na comunicação por secretária eletrônica ou por correio eletrônico). A sincronização substitui a unidade de lugar, e a interconexão, a unidade de tempo. Mas nem por isso o virtual é imaginário. Ele produz efeitos. Embora não se saiba onde, a conversação telefônica tem “lugar”. (LÉVY, Pierre. **O que é virtual?** Tradução de Paulo Neves. Editora 34: São Paulo, 1996, p 15-26).

que permitiu a superação dessas dificuldades, o ADR, cujo funcionamento mostra-se bastante simples: um banco com sede na Inglaterra adquiria ações da companhia inglesa (e as mantinha sob sua custódia), enquanto o banco J. P. Morgan, sediado nos Estados Unidos, emitia títulos para subscrição pelos investidores norte-americanos lastreados na companhia inglesa. Assim, em razão da triangulação estabelecida, os direitos oriundos dos títulos, incluindo a forma da sua negociação, passaram a ser regidos pelo direito dos Estados Unidos, bem como a participação no capital da sociedade permanecia, pelo menos aparentemente, entre os britânicos. Em verdade, por assim dizer, os clientes norte-americanos passaram a ter um “espelho” da ação, já que os seus titulares possuíam, perante o banco J. P. Morgan, emissor do ADR, direito de crédito lastreado nos resultados da companhia inglesa, e não propriamente a ação em si. Dessa forma, por exemplo, quando dividendos eram distribuídos aos seus acionistas na Inglaterra, o banco J. P. Morgan, como instituição custodiante, no cumprimento das obrigações materializadas nos ADR, pagava valor equivalente aos investidores nos Estados Unidos (como reflexo àqueles distribuídos na Inglaterra).

Interessante mencionar que, hodiernamente, os ADR são utilizados na viabilização de investimentos em companhias sediadas não só na Inglaterra, mas em qualquer país fora dos Estados Unidos, e que também envolvem tanto o mercado secundário como o primário<sup>83</sup>. Outro traço significativo da evolução deste instrumento encontra-se no fato de que sua colocação pode derivar não só de iniciativa de instituições financeiras ou de investidores, caso em que inexistente contrato entre a companhia emitente da ação e as instituições financeiras envolvidas (emissão não patrocinada), mas também de iniciativa da própria S.A., hipótese em que, embora não haja dispensa da participação de instituições financeiras, caberá à companhia contratar custodiante e emissor do ADR (emissão patrocinada).

Com relação ao direito brasileiro, um indício trivial de que a desmaterialização também tenha surgido antes mesmo da difusão das ferramentas oriundas da revolução informacional/digital encontra-se expresso na própria LSA: são as ações escriturais. Como foram introduzidas no Brasil, em 1976, percebe-se, de pronto, que sua introdução se deu,

---

<sup>83</sup>No âmbito do direito brasileiro, também é possível o investimento em empresas sediadas no exterior por meio de mecanismo similar ao ADR, denominado Brazilian Depositary Receipt (BDR). Assim sendo, uma companhia norte-americana interessada em captar recursos de investidores brasileiros pode, por exemplo, patrocinar a emissão de BDRs, contratando um banco com sede nos Estados Unidos, que custodia as ações de sua emissão, e um banco no Brasil, que emitirá o certificado de depósito. O investidor brasileiro, ao subscrever o BDR, passa a titularizar, perante a instituição emissora brasileira, direito de crédito eventual, realizável em condições equivalentes à distribuição de dividendos pela companhia estrangeira. Frisa-se, ainda, que a emissão e a distribuição do certificado dependem do prévio registro na CVM (Resolução BACEN nº 2.318/96 e Instrução CVM nº 255).

cronologicamente, muito antes da difusão do microprocessador, da fibra óptica e da rede mundial de computadores (internet) - o que também justifica a desmaterialização sem, necessariamente, o aporte de sistemas informatizados ou eletrônicos<sup>84</sup>.

As ações escriturais foram incorporadas no ordenamento jurídico brasileiro como meio de facilitar o sistema de posse e transferência acionária, por meio de sistemas escriturais de registro, que acabaram evoluindo paralelamente ao desenvolvimento da própria bolsa de valores. Adotadas as ações escriturais, os sistemas de registro de propriedade e de transferência de ações passam a ser operados por instituição financeira autorizada pela CVM, eximindo a sociedade da necessidade de escriturar e arquivar todo o controle negocial das ações que compõem o seu capital social, reduzindo, assim, significativamente os custos operacionais típicos das ações nominativas *stricto sensu*, em especial no que concerne às despesas provenientes do registro físico e da manutenção de livros e arquivos necessários à circulação desses valores mobiliários<sup>85</sup>. Afinal de contas, enquanto inicialmente o processo de circulação dos valores mobiliários se dava por meio da simples tradição do título (no caso dos títulos endossáveis e ao portador) ou pelo seu lançamento no respectivo “Livro de Registro de Ações Nominativas” (no caso dos títulos nominativos *stricto sensu*), a desmaterialização proporcionou meios para que a circulação e a transferência de propriedade se desse de forma mais rápida, segura e econômica. Esse novo sistema apresentou inúmeras vantagens em comparação aos seus predecessores, tanto do ponto de vista econômico (reduzindo o custo do registro físico e da sua impressão) como operacional (auxiliando tanto com a organização da alocação dos títulos como também melhorando sua administração). Ademais, embora as ações escriturais não sejam representadas em meio físico, existe sempre a possibilidade de seu titular solicitar à instituição financeira encarregada da custódia de suas ações a emissão de declaração de seus respectivos depósitos, rendimentos, valores provenientes de resgate ou

---

<sup>84</sup>Conclusão contida no próprio artigo 34 da LSA, que não cogita dos instrumentos eletrônicos ou informatizados para a sua manutenção das ações escriturais, porquanto sejam estas unicamente “mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados”.

85EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA (referente ao Projeto de Lei das Sociedades por Ações) “A função do agente emissor de certificados de ações, que a Lei nº 4.728 já admite para as ações endossáveis (art. 39, § 1º), é autorizada para todas as formas de ação (art. 27). O objetivo do preceito é estimular a criação de instituições especializadas na escrituração de livros de ações e na emissão de certificados, que possam substituir, com as vantagens de menor custo e maior segurança, os departamentos de acionistas que as companhias abertas são obrigadas a manter. Essa especialização permitirá a utilização de equipamentos eletrônicos de computação, assegurando aos investidores do mercado rapidez na substituição de certificados. A execução desses serviços por instituições autorizadas a funcionar e fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários permite dispensar, nos certificados de ações emitidos pelo agente emissor, o número de ordem das ações (art. 27, § 3º)”.

amortização, etc. Em relação às ações escriturais, Eizirik<sup>86</sup> esclarece:

No Brasil, as ações escriturais surgiram com a nova legislação das sociedades anônimas. Na realidade, a Lei 6.404/76 não tem como pressuposto a implementação da centralização do sistema de registro e de negociação do mercado de valores, por via eletrônica, da qual cogitam os autores estrangeiros, mas visa tão somente a facultar às companhias, mormente abertas, a adoção de um sistema de registro escritural de ações, com supressão do certificado, em que cada banco ou instituição financeira venha a constituir-se num polo descentralizado desse sistema. À semelhança da moeda escritural, ou bancária (*bank money*), a ação escritural nasce “com registros contábeis na escrituração de instituições financeiras, sem emissão de certificados, em contra de depósito semelhante aos depósitos bancários de moeda”.

### 1.2.1.4.2 NATUREZA JURÍDICA

#### 1.2.1.4.2.1 Bem móvel ou bem incorpóreo?

O regime jurídico das ações escriturais suscita certas perplexidades conceituais. Uma delas, por conseguinte, decorre da sua natureza jurídica: seriam as ações escriturais bens incorpóreos ou bens móveis? A doutrina atual, majoritariamente, classifica-as como bens móveis (são, pois, por força de lei, valores mobiliários<sup>87</sup>). Há, todavia, entendimento de que seriam bens imateriais. Este posicionamento procura diferenciar a ação em si e o certificado da sua propriedade. Côrrea-Lima<sup>88</sup>, outrossim, defende que as ações, corporificadas em certificados ou não, seriam bens móveis incorpóreos, e não *coisas*, portanto; os certificados de propriedade de ações, estes sim, consistiriam em bens móveis corpóreos ou coisas móveis. Nesse sentido, Carvalhosa<sup>89</sup> complementa:

As ações escriturais não podem incorporar-se em um certificado. Não se caracterizam, portanto, como bens móveis. Por não terem existência material, são bens incorpóreos e, como tal, escapam à classificação de bens fungíveis ou infungíveis, pois tais atributos pressupõem a qualidade material (corpórea) da coisa. Não havendo corpo material (certificado) a ser depositado, as ações escriturais escapam, outrossim, aos requisitos declaratórios previstos no derogado art. 24. Pela sua natureza de bens incorpóreos, as escriturais não são objeto de compra e venda, mas de cessão, e por isso não se prestam a tradição. Também não deveriam ser objeto daqueles negócios jurídicos, cuja existência é a mobilidade do bem. Não obstante a lei prevê a possibilidade de sobre elas instituir-se o penhor ou caução (arts. 768 e s. do CC de 1916 – arts. 1.431 e 1.432 do CC de 2002), bem como a alienação fiduciária em garantia (arts. 39 e 40).

Parte da doutrina que considera as ações escriturais como bens incorpóreos percebe,

<sup>86</sup>EIZIRIK, Nelson Laks. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro:Renovar, 2008, p. 65.

<sup>87</sup>Cf. Lei 6.385, art. 2º, I.

<sup>88</sup>CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**. 3ª ed. Del Rey: Belo Horizonte, 2005, p. 31.

<sup>89</sup>CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. I. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 336 e 337.

inclusive, uma incompatibilidade entre o artigo 34 da LSA<sup>90</sup> (o qual estabelece ser “instituição depositária” a responsável pela manutenção das ações escriturais) e o artigo 627 do CC<sup>91</sup> (que estabelece que o contrato de depósito somente pode versar sobre objetos móveis). Assim, Teixeira e Guerreiro<sup>92</sup> advogam ser a instituição financeira impropriamente chamada depositária, já que “nada recebe para guardar, nem da companhia, nem do acionista, muito menos uma coisa móvel corpórea”; por isso, quanto à disciplina jurídica do instituto, existiria flagrante incompatibilidade entre a ideia de depósito e a natureza das ações escriturais – havendo, entretanto, um contrato de prestação de serviços entre a companhia e a instituição financeira

De forma oposta, há quem entenda, como Eizirik<sup>93</sup>, que “são bens móveis, qualquer que seja a sua forma, sujeitando-se, por isso, à constituição de direitos reais e outros ônus, tais como o penhor, o usufruto, o fideicomisso, a alienação, a alienação fiduciária em garantia e a inalienabilidade, constituída por ato *inter vivos* ou *mortis causa*”. Tavares Borba<sup>94</sup> ensina que “quem transfere ações não transfere direito, como ocorre em uma cessão de cotas, mas sim as próprias ações, das quais emergem direitos de acionista. A ação é uma coisa móvel – um valor mobiliário – e como tal circula autonomamente. Muitos a consideram um título de crédito, mas, na verdade, não é essa a sua natureza”. Requião<sup>95</sup> considera que “segundo a melhor doutrina, exposta desde o século XIX por Renaud e Vivante, as ações são consideradas sob tríplice aspecto: a) como parte do capital social; b) como fundamento da condição de sócio e; c) como título de crédito. Pertencem elas à categoria dos *bens móveis*”.

Pelas razões supracitadas, também entendemos que as ações escriturais pertencem à categoria dos bens móveis.

#### 1.2.1.4.2.2 Título de crédito?

Considerar (ou não) as ações como sendo títulos de crédito, em verdade, também envolve um problema hermenêutico no âmbito da sua natureza jurídica. Aproveitando a última citação aqui apresentada, de Requião, que classifica as ações (além de bem móveis)

---

90Cf. LSA, art. 34.

91Cf. CC, art. 627.

92TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: J. Bushatsky, 1979, p. 128.

93EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 244 e 245.

94TAVARES BORBA, José Edwaldo. **Direito Societário**. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 177.

95REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 29ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 105.

como títulos de crédito, evidencia-se que há, pois, na doutrina pátria, entendimento nesse sentido. Não só para Requião (que justifica seu posicionamento qualificando a ação como título corporativo de legitimação da qualidade de acionista e meio de representação de fração do capital social)<sup>96</sup>, como também para Fran Martins (para quem as ações têm a natureza de títulos de crédito por três motivos: por serem representadas por documentos; por poderem ser cedidas livremente, isto é, sem que a sociedade possa impedir a sua transação; e por atestarem a participação dos sócios na sociedades)<sup>97</sup> e para outros doutrinadores, que consideram as ações verdadeiros títulos de crédito. Aliás, inclusive em sede de Direito Comparado, consoante De Lucca<sup>98</sup>, não é possível negar a natureza de título de crédito à ação, por exemplo, na Itália, na Alemanha e na França, já que nesses países, mesmo quando revestida da forma nominativa, não lhe é subtraída a característica de portar consigo um direito literal e autônomo (essencial dos títulos de crédito em geral); de qualquer forma, considerar a ação emitida por uma S.A. como um valor mobiliário, exclusivamente por critérios topográficos (por estar ela prevista no elenco constante do art. 2º da Lei n. 6.385/76), não nos conduziria a uma grande consequência prática.

A fim de superarmos essa limitação de ordem empírica, passemos, então, a nos debruçar brevemente sobre o estudo dos títulos de crédito. De pronto, salutar indicar o clássico conceito de título de crédito sugerido por Vivante<sup>99</sup>: “título de crédito é um documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado”, definição que foi empregada pelo legislador brasileiro no art. 887 do CC<sup>100</sup>, e que, segundo Negrão<sup>101</sup>, é de onde são extraídos seus 3 princípios essenciais: cartularidade ou incorporação (documento necessário), autonomia (direito autônomo nele contido) e literalidade (direito literal nele contido). Elementos aparentemente singelos, mas que, como adverte Ascarelli<sup>102</sup>, por trás de sua simplificação, representam para os títulos de crédito um grande formalismo jurídico, que impõe formas rigorosas para a constituição, transferência e exercício do direito.

---

96REQUIÃO, *op. cit.*, p. 105.

97MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 245.

98DE LUCCA, Newton. **A ação da Sociedade Anônima como objeto de negociação no Mercado de Valores Imobiliários**. In: Cadernos do Conselho da Justiça Federal/Centro de Estudos Judiciários. Brasília: CJF, Vol. 15, p. 65-75, 1998.

99Tradução livre de VIVANTE Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale**. Vol. 3. 5ª Ed. Milano: Francesco Vallardi, 1924, p. 63: “Il titolo di credito è un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autônomo che vi è mencionado”.

100Cf. CC, art. 887.

101NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial e de Empresa**. 7ª Ed. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 39-40.

102ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. 2 ed. Tradução de Nicolau Nazo. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 5.

Por isso, passemos agora a uma análise pontual sobre cada um desses 3 princípios.

O princípio da autonomia, de acordo com Bulgarelli<sup>103</sup>, é requisito fundamental para a circulação do título, uma vez que garante independência ao seu adquirente em relação aos possuidores anteriores. Ulhoa Coelho<sup>104</sup> corrobora que, por meio do princípio da autonomia das obrigações cambiais, os vícios que comprometem a validade de uma relação jurídica documentada em título de crédito não se estendem às demais relações abrangidas no mesmo documento, isto é, como as obrigações correspondentes são autônomas umas das outras, independentemente das relações jurídicas documentadas em um título de crédito, eventuais vícios que venham a comprometer qualquer delas não contagiam as demais<sup>105</sup>. De qualquer forma, tratando-se de ações, tal princípio não subsiste porque a ação, ou melhor, o direito nela mencionado, não é autônomo.

Aliás, o próprio princípio da cartularidade encontra-se hodiernamente mitigado, em razão, por exemplo, de que pelo menos em relação aos títulos de crédito desmaterializados não há mais a necessidade da representação física do título (por meio de uma “cártula”) para exercício dos direitos decorrentes da ação. Assim, o princípio da cartularidade não é essencial nem mesmo para os próprios títulos de crédito<sup>106</sup>, quanto menos para as ações, em especial, para as escriturais, cuja transferência, anota Philomeno<sup>107</sup>, depende exclusivamente do registro nos livros sociais, transferindo-se seus direitos mesmo sem a exibição do papel (ação). O princípio da cartularidade, por derradeiro, não é verificado entre as ações, já que não existe a necessidade da apresentação de documento algum para o exercício de direitos.

O princípio da literalidade, na lição de Carvalho de Mendonça<sup>108</sup>, determina seu conteúdo e extensão; é, portanto, a medida do direito inscrito no título, de tal sorte que o que está escrito é exatamente a quantidade do crédito do portador e a extensão da obrigação do devedor. Os títulos de crédito possibilitam, ademais, por si só, o exercício do direito literal e autônomo nele contido<sup>109</sup> e representam *a priori* um título executivo extrajudicial<sup>110</sup>. Esse

103BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de Crédito**. 11ª Ed. São Paulo: Atlas, 1995, p. 59.

104COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol 1. 16ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 441.

105Modernamente, em especial devido aos títulos de crédito desmaterializados, Ulhoa Coelho também aponta ser necessário rever alguns pressupostos de direito comercial anunciados por Vivante há quase um século; particularmente no no âmbito das relações creditícias, com relação, por exemplo, ao princípio da autonomia, destaca que “o título de crédito não é mais o ‘documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele contido’; mas sim, o ‘documento, cartular ou eletrônico, que contempla cláusula cambial, pela qual os coobrigados expressam a concordância com a circulação do crédito nele contido de modo independente e autônomo’” (COELHO, *op. cit.*, p. 452).

106Cf. CC, art. 889, § 3º.

107DA COSTA, Philomeno. **Anotações às Companhias**. Vol. I. Revista dos Tribunais: São Paulo, 1980, p. 202.

108MENDONÇA, Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 5ª Ed. Vol V. 2ª Parte, 1955, p. 52.

109Cf. CC, art. 887.

princípio também não encontra perfeita correspondência entre as ações, pois não incorporam os direitos e obrigações do acionista (nem em seu conteúdo, nem em sua extensão), estes decorrem, no entanto, do estatuto e da lei.

Tudo isso posto, conclui-se que as ações das S.A. não só não conferem ao seu titular propriamente um crédito como também não portam consigo um direito literal e autônomo; as ações das S.A. conferem ao titular *o status* de sócio, do qual decorrem, por sua vez, uma série de direitos de natureza patrimonial (como a participação nos dividendos da sociedade) e extrapatrimonial (como a participação nas deliberações feitas em assembleias), assim como de deveres (como o pagamento das ações subscritas e não integralizadas).

#### 1.2.1.4.3 CONSTITUIÇÃO DE DIREITOS E OUTROS ÔNUS

Como valores mobiliários que são, as ações sujeitam-se à constituição de direitos e outros ônus, sendo a sua disciplina tratada no art. 40 da LSA<sup>111</sup> (à exceção do penhor, direito real que recebeu tratamento apartado no artigo precedente). De forma expressa, o referido art. 40 trouxe os seguintes institutos: no caput, usufruto, fideicomisso e alienação fiduciária em garantia; e, no parágrafo primeiro, promessa de venda e direito de preferência. De qualquer forma, o rol é meramente exemplificativo, servindo as disposições do referido artigo para, como se extrai do próprio dispositivo, “quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação” (também podem gravar as ações, por exemplo, a penhora, o arresto, o sequestro, as cláusulas de inalienabilidade, de incomunicabilidade, de impenhorabilidade, etc.).

Cuidaremos agora, respectivamente, dos seguintes direitos e ônus: penhor, usufruto, alienação fiduciária em garantia, cláusulas de inalienabilidade e promessa de compra e venda e direito de preferência. De antemão, convém destacar (inclusive para penhor, como se verá a seguir), como se extrai do supramencionado art. 40, a eficácia constitutiva da averbação, ou seja, faz parte da constituição dos referidos institutos, a averbação no livro de “Registro de Ações Nominativas” (caso se trate de ação nominativa *stricto sensu*) ou nos livros da instituição financeira (em sendo a ação escritural), que, neste último caso, também será anotado no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. Dada à essencialidade dessa exigência, chega inclusive o legislador a reproduzi-la, novamente, em artigo posterior<sup>112</sup>.

Caso haja usufruto, fideicomisso, alienação fiduciária em garantia ou cláusula de

---

110Cf. CPC, art. 585.

111Cf. LSA, art. 40, I e II.

112Cf. LSA, art. 100, I, “f”.

inalienabilidade, impenhorabilidade ou incomunicabilidade gravando uma ação, e em razão dela sejam distribuídas novas ações (em decorrência, por exemplo, do aumento do capital), também às novas ações se estenderão tais ônus, salvo disposição em contrário<sup>113</sup>. Na lição de Comparato<sup>114</sup>, as ações bonificadas constituem, afinal, extensão do bem em si e não seus frutos, devendo ser distribuídas aos acionistas tal como gravadas as ações primitivas.

#### 1.2.1.4.3.1 Penhor

O penhor é o contrato segundo o qual uma pessoa dá à outra coisa móvel ou mobilizável em garantia do pagamento de uma dívida, própria ou de terceiro<sup>115</sup>. A relação jurídica de penhor pressupõe, portanto, a existência de um direito de crédito, limitando-se a aumentar a probabilidade de que a obrigação seja cumprida; daí, segundo Orlando Gomes<sup>116</sup>, a sua natureza acessória. Além disso, em razão do pagamento de uma ou mais parcelas da dívida não importar na exoneração correspondente da garantia (ainda que compreenda vários bens), salvo expressa disposição em contrário<sup>117</sup>, é também considerado indivisível.

Por ser um direito de natureza real, ao penhor também se aplicam o direito de preferência e de sequela. Desta forma, pode o credor executar a coisa hipotecada ou empenhada e preferir a outros credores no pagamento<sup>118</sup>, como também buscar e apreender os bens que lhe sirvam de garantia e estejam em poder de qualquer pessoa ou executá-los para, com o seu produto, pagar-se de seu crédito. Os bens empenhados, por conseguinte, continuam no patrimônio do devedor e sujeitam-se, portanto, aos efeitos da recuperação judicial de empresas<sup>119</sup>.

O penhor de ações (também conhecido como “caução de ações”), por seu turno, é uma modalidade especial de penhor regulada pela LSA e, subsidiariamente, pelo CC. Nesse sentido, como exemplo de aplicação conjunta de ambos os diplomas legais, podemos citar o art. 29 da LSA, que estabelece, sob pena de nulidade, que as ações da companhia aberta somente podem ser negociadas depois de realizados 30% do preço de emissão<sup>120</sup>; mandamento que

---

113Cf. LSA, art. 169, § 2º.

114COMPARATO, Fábio Konder. **O Direito de Subscrição e m Aumento de Capital, no Fideicomisso Acionário**. In: Revista da Faculdade de Direito da USP: São Paulo, Vol. 76, p. 139, jan./dez. 1981.

115Cf. CC, art. 1.419.

116ORLANDO GOMES. **Direitos Reais**. 19ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p 391.

117Cf. CC, art. 1.421.

118Cf. CC, art. 1.422.

119Cf. Lei 11.101, art. 49, caput e § 5º.

120Cf. LSA, art. 29, caput e parágrafo único.

deve ser lido conjuntamente com o dispositivo civilista, que preceitua que somente aquele que detém poderes para alienar poderá empenhar, e que somente os bens que puderem ser alienados poderão ser dados em penhor<sup>121</sup>.

O penhor de ações é de natureza convencional, formalizando-se mediante instrumento público ou particular, que somente se constituirá depois de averbado (com suas eventuais cláusulas específicas, inclusive) no livro de Registro de Ações Nominativas (tratando-se de ações nominativas *stricto sensu*)<sup>122</sup> ou nos livros da instituição financeira depositária (no caso de ações escriturais), sendo também anotado no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista<sup>123</sup>; sem embargo, em qualquer caso, também à S.A. poderá ser exigido o seu arquivamento<sup>124</sup>.

Em decorrência do penhor, nem o exercício de direito de voto nem o direito de dividendo serão transferidos ao credor pignoratício<sup>125</sup>. Ressalta-se, contudo, que, embora o penhor da ação, via de regra, não impeça o acionista de exercer o direito de voto, poderá o contrato estabelecer que, sem o consentimento do credor pignoratício, não poderá o acionista votar em certas deliberações<sup>126</sup>. O mesmo vale para o direito ao dividendo, isto é, nada impede que os contratantes estabeleçam que essa prerrogativa seja atribuída ao credor pignoratício, inclusive como pagamento de parte da dívida (liberando do gravame a quantidade de ações empenhadas correspondentes ao valor recebido); entretanto, em nada sendo expressamente estabelecido, deverão os dividendos ser pagos à pessoa que estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação<sup>127</sup>.

São cinco as formas de extinção do penhor: com a extinção da obrigação; com o perecimento da coisa; com a renúncia do credor; com a confusão na mesma pessoa das qualidades de credor e de dono da coisa; e com a adjudicação judicial, a remissão ou a venda da coisa empenhada, feita pelo credor ou por ele autorizada<sup>128</sup>. Assim como ocorre para que o penhor comece a produzir efeitos, também para sua extinção é necessária a averbação no livro de Registro de Ações Nominativas (tratando-se de ações nominativas *stricto sensu*) ou nos livros da instituição financeira depositária (no caso de ações escriturais).

---

121Cf. CC, art. 1.420.

122Cf. LSA, art. 39.

123Cf. LSA, art. 39, § 1º.

124Cf. LSA, art. 39, § 2º.

125EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 247.

126Cf. LSA, art. 113.

127Cf. LSA, art. 205.

128Cf. CC, art. 1.436.

Por fim, sublinha-se que as disposições concernentes ao penhor de ações também se aplicam às partes beneficiárias<sup>129</sup>, às debêntures<sup>130</sup> e aos bônus de subscrição<sup>131</sup>.

#### 1.2.1.4.3.2 Usufruto

Quanto ao usufruto, na lição de Caio Mário<sup>132</sup>, “é o direito real de fruir as utilidades e frutos de uma coisa sem alterar-lhe a substância, enquanto temporariamente destacado da propriedade”. No usufruto há um inegável desdobramento dos poderes do proprietário, que outorga o proveito em caráter temporário ao usufrutuário<sup>133</sup> e permanece com a substância do bem, tornando-se nu-proprietário. Isso posto, salienta-se que os diversos poderes sobre o mesmo bem convivem pacificamente porque as titularidades se dão em planos qualitativos diferentes. São, pois, tanto o usufrutuário como o nu-proprietário, titulares simultâneos de direito, embora este último não possua os direitos de uso e de fruição do bem (ao contrário, por exemplo, do condomínio, em que os direitos são os mesmos, apenas quantitativamente distintos)<sup>134</sup>. Quanto às suas características, o usufruto se caracteriza por ser um direito real (com efeito *erga omnes*, portanto) sobre coisa alheia (desdobrando a posse em direta, que caberá ao usufrutuário, e indireta, que caberá ao nu-proprietário), gravado temporariamente (podendo ser a termo ou sob condição resolutiva; sendo vitalício, deverá adotar como condição final a morte do usufrutuário) um bem em favor de uma outra pessoa que não o proprietário (não podendo este transmitir tal direito por alienação, sendo-lhe facultado, entretanto, ceder gratuita ou onerosamente o seu exercício<sup>135</sup>), que poderá fruir as utilidades e frutos do bem (fica o proprietário, portanto, privado de usar e fruir o bem, que continua em sua propriedade).

Na seara do mercado de capitais, o usufrutuário de ações, por conseguinte, também não detém a propriedade das ações (que é atribuída ao nu-proprietário), mas tem o direito de receber os dividendos dela decorrentes<sup>136</sup>. Referente ao direito de voto, admite-se disposição (suscetível de averbação) entre os contratantes; todavia, caso nada conste no ato de

---

129Cf. LSA, art. 50.

130Cf. LSA, art. 63.

131Cf. LSA, art. 78.

132PEREIRA, Caio Mário Pereira. **Instituições de Direito Civil**. Vol. IV, 14ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 180.

133Cf. CC, art. 1.394.

134PELUSO, Cezar (org.). **Código Civil Comentado**: doutrina e jurisprudência. Baueri: Manole, 2014, p. 1345.

135Cf. CC, art. 1.393.

136Cf. LSA, art. 205.

constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário<sup>137</sup>. Por derradeiro, referente aos dividendos declarados em período posterior à extinção do usufruto, importante mencionar que a LSA contraria o CC, mas por se tratar de norma especial (em detrimento de geral), prevalece; é que a LSA determina que os dividendos das ações nominativas devem ser pagos àquele que estiver escrito como proprietário ou usufrutuário da ação na data do ato de sua declaração<sup>138</sup>, e não o contrário<sup>139</sup>.

### 1.2.1.4.3.3 Fideicomisso

Quanto ao fideicomisso, nos dizeres de Caio Mário<sup>140</sup>, “consiste na instituição de herdeiro ou legatário, com o encargo de transmitir os bens a outra pessoa a certo tempo, por morte, ou sob condição preestabelecida”. Existe, portanto, um primeiro beneficiário (herdeiro ou legatário), que recebe a propriedade resolúvel<sup>141</sup> da herança ou do legado e, sobrevindo evento previsto pelo testador (podendo ser a morte do beneficiário ou quaisquer outra condição ou termo), extingue-se seu direito de propriedade, obrigando-se a transmitir a outrem (o herdeiro ou legatário sucessivo), que herda em segundo grau<sup>142</sup>; é, pois, uma substituição sucessiva, em que o testador é denominado fideicomitente, o primeiro beneficiário, fiduciário, e o segundo beneficiário, fideicomissário<sup>143</sup>. Ademais, são o fiduciário e o fideicomissário titulares sucessivos de direitos, isto é, detêm a propriedade plena do bem até o momento em que se der o evento translativo, quando, então, passará o bem ao domínio do fideicomissário. O fideicomisso acionário, sem embargo, pressupõe a transferência das ações ao fiduciário, que as recebe na qualidade de proprietário (embora a propriedade também seja resolúvel) e fica investido dos direitos de uso e de fruição – cabendo-lhe, portanto, não só o direito ao recebimento de dividendos como também o direito de voto<sup>144</sup>.

---

137Cf. LSA, art. 114.

138Cf. LSA, art. 205.

139Cf. CC, art. 1.398.

140PEREIRA, Caio Mário Pereira. **Instituições de Direito Civil**. Vol. VI, Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 327.

<sup>141</sup>Cf. CC, arts. 1.359 e 1.360.

<sup>142</sup>Cf. CC, art. 1.951.

<sup>143</sup> PELUSO, Cezar (org.). **Código Civil Comentado**: doutrina e jurisprudência. Baueri: Manole, 2014, p. 2122.

<sup>144</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 254.

#### 1.2.1.4.3.4 Alienação fiduciária em garantia

Quanto à alienação fiduciária em garantia, Caio Mário<sup>145</sup> ensina que é “a transferência, ao credor, do domínio e posse indireta de uma coisa, independentemente de sua tradição efetiva, em garantia do pagamento de uma obrigação a que acede, resolvendo-se o direito do adquirente com a solução da dívida garantida”. Sob a luz deste instituto, o devedor transmite ao credor a propriedade resolúvel de um bem, ficando este imune a eventuais riscos patrimoniais daquele, mesmo no caso de sua insolvência, falência ou recuperação judicial<sup>146</sup>.

Especificamente no âmbito do mercado de capitais, a Lei 4.728/1965, em seu art. 66-B (que foi incluído pela Lei 10.931/2004), disciplina que o contrato de alienação fiduciária celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais, bem como em garantia de créditos fiscais e previdenciários, deverá conter, além dos requisitos definidos no CC, a taxa de juros, a cláusula penal, o índice de atualização monetária, se houver, e as demais comissões e encargos. O CC, por sua vez, definiu que, em relação às propriedades fiduciárias previstas em leis especiais, como o caso do mercado de capitais, aplicam-se, primariamente, as leis especiais, e, no caso de lacunas e no que não as contrariar, as normas do CC<sup>147</sup>. Interessante mencionar ainda que, embora o CC regule a propriedade fiduciária de coisa móvel infungível para fins de garantia do cumprimento de obrigação, como a propriedade fiduciária que tratam os arts. 41 e 42 da LSA, não tem por fim garantir a obrigação (mas a guarda, controle, administração e viabilização de negociação com valores mobiliários), o aludido diploma civil não se aplica no âmbito acionário<sup>148</sup>. De qualquer sorte, como o adquirente do bem (credor fiduciário) não é seu pleno proprietário, detendo meramente a propriedade resolúvel<sup>149</sup>, deve respeitar o direito de uso do alienante (devedor fiduciante)<sup>150</sup>, que conserva a posse direta do bem<sup>151</sup> e, salvo disposição contratual em contrário, tem direito ao recebimento de dividendos e ao exercício do direito de voto<sup>152</sup>.

---

145PEREIRA, Caio Mário Pereira. **Instituições de Direito Civil**. Vol. IV, Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 324.

146Cf. Lei 11.101, art. 49, caput e § 3º, e art. 119, caput e IX.

147Cf. CC, art. 1.368-A.

148 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 253.

149Cf. CC, art. 1.361.

150Cf. CC, art. 1.363.

151Cf. CC, art. 1.361, § 2º.

152Cf. LSA, art. 113, parágrafo único.

#### 1.2.1.4.3.5 Cláusulas de inalienabilidade

As ações podem ser gravadas, em caso sucessão testamentária (sobre a parte legítima, em havendo justa causa<sup>153</sup>e, sobre a disponível, independentemente desta) ou doação, com as cláusulas de inalienabilidade<sup>154</sup>, impenhorabilidade e incomunicabilidade, que nada mais são do que restrições impostas pelo testador ou pelo doador ao direito de, respectivamente, alienar o bem gravado, penhorá-lo em garantia de dívidas ou evitar que ele integre o patrimônio comum (neste último caso com o advento de casamento civil entre seu proprietário e outra pessoa). Entende Venosa<sup>155</sup> que tais cláusulas se prestam a proteção dos beneficiários; dessa forma, caso importem-lhes ônus excessivos e descabidos, analisando-se a vontade das partes ao instituí-las, tem admitido o Poder Judiciário que sejam atenuadas. O próprio CC já oferece suporte para tal interpretação<sup>156</sup>. Por fim, frisa-se que, aos frutos das ações, só poderão recair cláusulas de impenhorabilidade e de incomunicabilidade; não obstante, não poderão ser onerados com cláusulas de inalienabilidade, já que demasiadamente desvantajosas ao beneficiário.

#### 1.2.1.4.3.6 Promessa de compra e venda e direito de preferência

Quanto à promessa de compra e venda e o direito de preferência, vale a regra de que deverão ser averbados no livro de “Registro de Ações Nominativas” (caso se trate de ação nominativa *stricto sensu*) ou nos livros da instituição financeira (em sendo escritural); há, todavia, uma particularidade: a lei garante, a partir da averbação, não só a constituição de eficácia *inter partes*, mas também de oponibilidade perante terceiros<sup>157</sup>. O registro se faz essencial, por conseguinte, inclusive no âmbito da própria companhia, já que, havendo acordo de acionista sobre compra e venda de suas ações ou sobre direito de preferência (assim como no caso de exercício do direito a voto ou de poder de controle), estes só serão observados se arquivados na sua sede<sup>158</sup>.

Especificamente em relação ao direito de preferência, a LSA estabelece que os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital na proporção do número

---

153Cf. CC, art. 1.848.

154Cf. CC, art. 1.911.

155VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: Direito das Sucessões**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 207.

156Cf. CC, arts. 112 e 1.899.

157Cf. LSA, art. 40, parágrafo único.

158Cf. LSA, art. 118.

de ações que possuírem<sup>159</sup>. Além disso, havendo usufruto ou fideicomisso, determina a mencionada lei que quando o direito de preferência não for exercido pelo acionista até 10 dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário<sup>160</sup>. Explicase. Os legitimados para subscrever as ações são o nu-proprietário e o fiduciário; no entanto, caso não exerçam tal direito dentro do prazo estipulado, poderão ser exercidos pelo usufrutuário ou pelo fideicomissário, que subscreverão em nome próprio (sendo, portanto, os legítimos titulares). Nesse sentido, há uma distinção que merece ser traçada entre o nu-proprietário e o fiduciário subscritor: enquanto o primeiro adquire as novas ações sem restrições (já que integram o seu próprio capital), o segundo deve entregar as novas ações ao fideicomissário (justamente porque em nome deste atua, há, pois, o gravame do fideicomisso), salvo disposição contrária<sup>161</sup>.

#### 1.2.1.4.4 DEPÓSITO E CUSTÓDIA DE AÇÕES ESCRITURAS

Provavelmente inspiradas no modelo inglês do século XVIII de *clearing house* para cheques e notas bancárias, as primeiras Centrais de Depósito de Valores Mobiliários (doravante denominada simplesmente, CDVM; em inglês, “Central Securities Depository”), anota Paech<sup>162</sup>, foram fundadas em Viena, em 1878, e em Berlim, em 1882. O serviço de depósito e custódia, que são prestados aos investidores por uma instituição depositária/custodiante, compreende o serviço de guarda e, conforme o caso, de exercício de direitos referentes aos títulos, sendo especialmente útil, por exemplo, por evitar a necessidade de mover os certificados físicos dos valores mobiliários toda vez que ocorrer uma troca de propriedade dos títulos.

Genericamente, o serviço de custódia é pactuado por meio de um contrato de depósito e pode dizer respeito tanto a um bem fungível quanto a um infungível, posto que a LSA<sup>163</sup> autorizou também o depósito de valores fungíveis. Consoante Rosenvald e Chaves<sup>164</sup>, a custódia fungível, cujo contrato de depósito subjacente é denominado de irregular, submete-se às regras do contrato de mútuo e apresenta as seguintes características: os valores mobiliários

---

159Cf. LSA, art. 171.

160Cf. LSA, art. 171, § 5º.

161EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 260 e 261.

162PAECH Philipp. **Breaking up the thinking on EU Securities Law. In: Society and Economy**. Working Papers 11/2012. Londres: London School of Economics and Political Science, p. 7, 2012.

163Cf. LSA, art. 41.

164ROSENVALD, Nelson e CHAVES DE FARIAS, Cristiano. **Curso de Direito Civil**. Vol 4. 4ª Ed. Salvador: Juspodivm, 2014, p. 847-848.

depositados e que serão eventualmente restituídos não corresponderão, necessariamente, os mesmos inicialmente depositados, ou seja, o custodiante fica obrigado a devolver ao depositante tão somente ações e/ou valores mobiliários da mesma espécie e classe, em consonância com a quantidade recebida e com as respectivas modificações resultantes de alterações no capital social ou no número por parte da companhia emissora; a custódia ou os valores mobiliários depositados não terão, por conseguinte, identificação de número, série, bem como marcas ou outras características que os individualizem, de forma que, quando o depositante quiser sacar os valores depositados junto ao custodiante, não receberá de volta os mesmos valores mobiliários inicialmente depositados, mas um outro correspondente; é este o tipo de custódia mais utilizado no mercado brasileiro. Na custódia infungível, por outro lado, o contrato de depósito subjacente é denominado de regular, tendo como peculiaridade o fato de os valores mobiliários, quando eventualmente restituídos aos seus titulares, serem exatamente os mesmos uma vez depositados; em se tratando, por exemplo, de ações, terão inclusive o mesmo número de ordem.

No Brasil, a LSA permite que a companhia contrate instituição financeira para a realização de serviços de escrituração e guarda dos livros (de registro e de transferência de ações), assim como para a emissão de certificados<sup>165</sup>, hipótese que, se verificada, confere-lhe a prática de exclusividade. De mais a mais, nas publicações e nas ofertas públicas de valores mobiliários feitas pela companhia, o nome do agente emissor deverá ser mencionado<sup>166</sup>. Podem habilitar-se como prestadores desse tipo de serviço, uma vez autorizados pela CVM<sup>167</sup>, os bancos comerciais e de investimento, as sociedades corretoras e distribuidoras, as centrais de liquidação e custódia, outras entidades equiparadas (desde que comprovem condições técnicas, operacionais e econômico-financeiras adequadas), além das próprias bolsas de valores<sup>168</sup>. Ulhoa Coelho<sup>169</sup> assevera que existem 3 hipóteses nas quais os “bancos” prestam serviços de depósito de ações de S.A.:

Como operadores de ações escriturais, agentes emissores de certificados ou custodiantes de ações fungíveis. No primeiro caso, a instituição financeira abre, para cada acionista titular de ação escritural, uma conta de depósito de ações e responsabiliza-se pelo registro das negociações desses valores mobiliários, creditando os adquiridos e debitando os alienados na mesma conta. No segundo, presta à companhia emissora os serviços de escrituração do livro de registro, o de

---

165Cf. LSA, art. 27.

166Cf. LSA, art. 27, § 2º.

167Cf. LSA, art. 34, § 2º.

168Cf. Instrução CVM nº 115/1990, art. 1º.

169COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. II. 17ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 155-157.

transferência de ações nominativas, bem como os de emissão dos certificados correspondentes. Não há, nas duas hipóteses, estritamente falando, depósito de ações, embora a lei até se utilize dessa expressão, ao descrever uma (LSA, art. 34) e outra (art. 43). Trata-se, a rigor, de prestação de serviços de registros e controles. Nas duas, a instituição financeira é contratada da sociedade anônima emissora, interessada em liberar-se de tarefas burocráticas. No terceiro caso, a instituição financeira é custodiante de ações. Aqui, o vínculo contratual é, realmente, o de depósito e estabelece-se entre o banco e o acionista, não envolvendo a companhia. Em outros termos, o titular de ações pode depositá-las em mãos de uma instituição financeira, assim como o proprietário de qualquer bem (depositante) pode confiá-lo aos cuidados de outra pessoa (depositária).

O serviço de custódia de ações pressupõe a transferência da propriedade (propriedade fiduciária) para a instituição financeira depositária, i.e., por meio do contrato firmado entre ela e o proprietário das ações – e da sua respectiva averbação – no Livro de Registro de Ações Nominativas (tratando-se de ações nominativas *stricto sensu*) ou nos próprios arquivos da instituição financeira depositária (no caso de ações escriturais), adquire a instituição a propriedade fiduciária das ações<sup>170</sup>. A transferência das ações para o nome da instituição financeira depositária é formalidade necessária ao contrato de depósito de valores mobiliários, tanto sendo irregular (para valores mobiliários fungíveis) quanto regular (para valores mobiliários infungíveis), permanecendo, de qualquer forma, o acionista como proprietário efetivo dos valores mobiliários depositados.

A ideia principal é que essas instituições financeiras possam formalizar a circulação da ação sem os minuciosos controles adotados pelas S.A., que assumem, muitas vezes, injustificável burocracia, especialmente nas transações que envolvam grandes volumes de valores mobiliários ou que exijam maiores níveis de dinamismo – muito embora os intermediários financeiros também devam tomar os devidos cuidados quanto aos registros e controles de sua responsabilidade, especialmente em razão da sua responsabilidade perante a companhia emissora por danos derivados de eventual deficiência na prestação do serviço de depósito de ações escriturais<sup>171</sup>.

A companhia não responde perante ao acionista nem perante a terceiros pelos prejuízos a que a instituição depositária culposamente der causa no desempenho de suas funções<sup>172</sup>, afinal, como representante dos titulares das ações ou valores mobiliários recebidos em custódia, ela é a única e exclusiva responsável pelo descumprimento de suas obrigações<sup>173</sup>. Dentre suas responsabilidades, destacam-se a representação, perante a

---

170Cf. LSA, art. 41.

171Cf. LSA, art. 34, § 3º.

172Cf. LSA, art. 42, § 3º.

173Cf. LSA, art. 41, § 5º.

companhia, dos titulares das ações recebidas em custódia, inclusive para fins de recebimento de dividendos e, se for o caso, ações bonificadas<sup>174</sup>, assim como para o exercício do direito de preferência para a subscrição de ações<sup>175</sup>. Deve a instituição depositária, ainda, sempre que houver distribuição de dividendos ou bonificações, fornecer à companhia a lista dos depositantes, assim como a quantidade de ações e/ou valores mobiliários de cada um<sup>176</sup>; o fornecimento dessa lista, em qualquer caso, é devido ao menos uma vez ao ano ou quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação do investidor, bem como nos casos de criação de ônus ou gravames sobre as ações e/ou valores mobiliários<sup>177</sup>. Por fim, Fran Martins<sup>178</sup> afirma que, por se tratar de um depósito, o depositante pode, a qualquer momento, solicitar à depositária a devolução das ações, debêntures, partes beneficiárias ou bônus de subscrição que tenha entregado para custódia, extinguindo-se, por conseguinte, o contrato.

---

174Entende-se por direitos as bonificações, os dividendos e os direitos de subscrição distribuídos por uma companhia a seus acionistas. No sistema brasileiro, o exercício de direitos de bonificação se dá da seguinte forma: com relação aos dividendos, são efetuados automaticamente nas contas de custódia dos clientes, de acordo com o regulamento operacional das empresas prestadoras do serviço de custódia; com relação aos direitos de subscrição, só são efetuados pelas referidas empresas mediante solicitação expressa do cliente.

175Cf. LSA, art. 42.

176Cf. LSA, art. 42, § 1º.

177Cf. LSA, art. 41, § 3º, I e II.

178 MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36º Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 254.

## **2 PARTE II**

### **2.1 O FENÔMENO DA DESMATERIALIZAÇÃO**

Conforme se constatou na primeira parte deste trabalho (à luz da perspectiva brasileira), a forma como se verificam a custódia e a alienação dos valores mobiliários alterou-se substancialmente nos últimos anos. Em verdade, o fenômeno não é uma exclusividade do Brasil, muito pelo contrário. Estrella Faria<sup>179</sup> assevera que, por razões de eficiência, certeza operacional, rapidez e segurança, o mundo inteiro testemunha a mudança do conceito tradicional de custódia/depósito de certificados físicos para um sistema operado por meio de registros escriturais – e encabeçado por intermediários financeiros. Afinal, se no passado, a transferência desses valores era principalmente física, em geral, mediante endosso e, no caso das ações, mediante endosso e registro nos livros do emitente, atualmente, a maioria das transações mobiliárias evoluiu dos documentos (físicos) para os registros em conta (escriturais), os quais são mantidos por meio de um ou mais níveis de intermediários<sup>180</sup>. Fala-se, pois, de acordo com Droll<sup>181</sup>, que os valores mobiliários encontram-se imobilizados por meio de uma cadeia de intermediários que são, em última análise, conectados a uma Central de Depósito de Valores Mobiliários (doravante denominada simplesmente, CDVM; em inglês, “Central Securities Depository”).

Nesse sentido, Kronke<sup>182</sup> assevera que, a nível nacional, a despeito de alguns países terem atualizado seus enquadramentos jurídicos aplicáveis à custódia de valores mobiliários, a fim de refletir essa nova realidade de mercado, muitos outros (entre os quais se inclui parcialmente o Brasil), embora tenham, na prática, aderido ao moderno sistema de custódia intermediado, ainda empregam conceitos legais tradicionais, desenvolvidos quando as operações de depósito e de alienação de valores mobiliários se davam fisicamente. Ocorre que, hodiernamente, o mercado de capitais é globalizado e altamente interligado. Assim, considerando-se que os números de valores mobiliários mantidos e transferidos

---

179ESTRELLA FARIA, José Ângelo. **The UNIDROIT Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities: an Introduction.** In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, p. 196-197, 2010.

180 ORGANIZAÇÃO DOS ESTADOS AMERICANOS. **A necessidade de harmonização e modernização das leis sobre titularidade, transferência e garantia mobiliária.** In: CIDIP-VII, Washington, D.C.: OEA, p. 2, 2004.

181DROLL, Thomas. **Ergebnisse der Depotbankenumfrage im Kontext der geplanten OGAW V – Richtlinie.** Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank, 2011, p. 3.

182KRONKE, Herbert. **The Draft UNIDROIT Convention on Intermediated Securities: Transactional Certainty and Market Stability.** In: Current Developments in Monetary and Financial Law. Washington, D.C.: IMF, p. 619-620, 2008.

transfronteiriçamente é cada vez maior, o risco legal proveniente desse meio ambiente, permeado de irregularidades, também o é. Aliás, não somente do descompasso entre as práticas do mercado e o sistema jurídico surgem os riscos legais: eles também são provenientes de incompatibilidades dos próprios sistemas jurídicos entre si. O que se percebe, portanto, são debilidades substanciais, tanto no plano do direito material doméstico quanto no plano das transações “cross-border”.

A problemática da segunda parte do presente trabalho continua submersa no desafiador contexto da desmaterialização dos valores mobiliários – a perspectiva, entretanto, altera-se da dimensão brasileira para a internacional; cuida-se, mais precisamente, do meio ambiente onde ocorrem as transações “cross-border”, que, nas economias modernas, repousam em grande parte sobre os intermediários financeiros, cujas funções e atribuições são continuamente ampliadas e reforçadas. Os intermediários ganharão, portanto, destaque ao longo da seção que segue, a qual terá como escopo, além da análise da figura do intermediário, o projeto de uniformização e modernização das bases legais por meio da Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis aos Valores Mobiliários Intermediados; estudaremos inclusive alguns de seus dispositivos.

## 2.2 MANUTENÇÃO DIRETA E INDIRETA

A primeira diferenciação que se faz necessária no início desta segunda parte da pesquisa é aquela da forma como se verifica a manutenção dos valores mobiliários. A tentativa de contrastar os conceitos de valores mobiliários mantidos de forma direta ou indireta pode ser bastante útil para se perceber certos problemas de direito comparado, muito embora, para alguns autores<sup>183</sup>, essa classificação possa ser um tanto simplista, já que a realidade dos sistemas jurídicos é, na prática, bastante heterogênea. Além dessa relutância, também outras limitações poderiam ser alegadas, como a de que, em princípio, todos os valores mobiliários escriturais são *de facto* intermediados, i.e., mantidos *de facto* de forma intermediada – já que há sempre algum agente entre o emissor e o titular da conta. Sob essa perspectiva, aliás, a diferença não estaria no fato de o investidor possuir ou não fisicamente os títulos, mas na forma como cada sistema jurídico lida com o “desafio” dos valores mobiliários intermediados, mais precisamente, como se dá a prevenção dos riscos de custódia e o

---

183ALFÉREZ, Francisco J. Garcimartín. **Direct and Indirect Holging**: The Challenge of the Functional Approach. UNIDROIT. Study LXXVIII. Seminar on Intermediated Securities – Bern, Switzerland (Sem. 1), Appendix 2, p. 12, 2005.

exercício por parte dos investidores dos direitos relativos aos valores mobiliários intermediados. Em verdade, todos esses pontos de vista são relevantes. Ocorre que, ao se organizar objetos em um dado universo, impreterivelmente se esbarrará em alguma imperfeição. A ciência do Direito Comparado, tal qual ensina David<sup>184</sup>, está longe de dar conta de toda a realidade do mundo jurídico contemporâneo.

Ciente disso tudo, oferece Thévenoz<sup>185</sup> uma classificação bastante razoável sobre a forma pela qual se dá a manutenção dos direitos de propriedade de titularidade de um investidor em relação aos seus valores mobiliários intermediados: direta ou indireta. Na manutenção direta, embora os valores mobiliários sejam mantidos por um intermediário financeiro, não há alteração na sua titularidade direta (que continua sendo do investidor), nem nos seus eventuais direitos e reivindicações contra o emissor. Dessa forma, tal qual ocorre no mundo físico do papel, os intermediários não adquirem a propriedade dos valores mobiliários de seus clientes, sendo meros possuidores ou instrumentalizadores da propriedade do investidor, que mantém o controle sobre seus valores mobiliários no agregado (*pool*); por vezes, também são considerados meros guarda-livros/contabilistas (*book-keepers*) ou agentes dos investidores, em razão de não terem direito de oponibilidade, nem qualquer outro tipo de direito (*interest*), sobre os valores mobiliários subjacentes.

Isto implica que os investidores *ex lege* possuem uma relação jurídica direta com o emitente, que mantém um registro próprio de proprietário dos títulos. Nesse sistema, os investidores são os proprietários diretos de todos os direitos decorrentes dos valores mobiliários, embora, por razões operacionais, possam precisar da colaboração dos intermediários para exercer alguns direitos (tais como obtenção de pagamentos ou votação na assembleia geral), hipótese em que os intermediários representam os investidores perante os emissores. Essa forma de detenção é característica de países com tradição jurídica civilista, como, por exemplo, Brasil, Bélgica (por meio da Euroclear), a China, França, Alemanha (por meio da Clearstream), Itália, Japão, países nórdicos, Espanha, Portugal e Suíça, embora também se aplique a certos investidores individuais que tenham valores mobiliários mantidos no Reino Unido por meio da CREST<sup>186</sup>.

---

184DAVID, René. **Os grandes sistemas do direito contemporâneo**. 4ª Ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002, p. 23.

185THÉVENOZ, Luc. **Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law**. In: *Journal of Law, Business & Finance*. Stanford: Stanford University, p. 407, abr. 2008.

186O sistema de CREST, que atualmente é operado pela Euroclear UK & Ireland Ltd. e teve sua denominação legal e operacional alterada desde que passou a fazer parte do Grupo Euroclear (antiga CRESTCo. Ltd), oferece aos seus investidores individuais a possibilidade de sair do sistema de participação indireta (em geral aplicável ao direito Inglês), de modo que mantenham os valores mobiliários escriturais em seu próprio nome e sejam

Alternativamente, a detenção indireta, considera que o processo de intermediação legal exige a criação de um novo tipo de propriedade, ou seja, um direito sobre os valores mobiliários derivado da posição ocupada pelo intermediário. Os usuários indiretos do serviço de custódia são os investidores em geral, que ficam cadastrados junto ao custodiante por meio da corretora ou instituição financeira com a qual estejam operando e que movimentam suas contas (ou subcontas), obrigatoriamente, por meio de um usuário direto. No sistema indireto, há um agente atuando de forma direta (por exemplo, uma corretora), que abre uma conta de custódia com a instituição custodiante (por meio da assinatura de um contrato de prestação de serviços de custódia). Em outros termos, a manutenção indireta de valores mobiliários intermediados reconhece que o investidor não possui diretamente os títulos, os quais estão sempre mantidos por um intermediário.

Na detenção indireta, quando um investidor decide manter seus valores mobiliários por meio de um intermediário, paralelamente ele transfere sua posição àquele, encerrando, inclusive, a relação direta com o emitente. Essa noção é frequentemente referida como “detenção indireta de valores mobiliários” (*indirect holding of securities*), embora esse termo não seja suficientemente esclarecedor, já que os sistemas de propriedade direta (*direct ownership*) também resultam em valores mobiliários sendo detidos indiretamente (no sentido de posse ou registro), isto é, detidos pelos intermediários para os investidores, que seguem como os proprietários de tais valores mobiliários<sup>187</sup>. Nas jurisdições que admitem a detenção indireta, o único agente que possui uma relação direta com o emitente é o intermediário de primeiro nível, geralmente por meio de representação; os demais intermediários, por outro lado, normalmente aparecem na cadeia de custódia com um direito (*interest*) sobre os valores mobiliários relativos ao respectivo titular da conta. O investidor, ademais, é o último titular na cadeia de custódia e também o beneficiário (*beneficially entitled*) dos valores mobiliários, não é, todavia, o cotista (*bondholder*) ou acionista (*shareholder*) – e, por isso, não é registrado como tal no livros do emitente<sup>188</sup>.

A detenção indireta pressupõe, via de regra, a utilização de uma nova forma de valor mobiliário, qual seja, a desmaterializada (embora não seja um pressuposto do sistema de manutenção indireta). Esse sistema proporciona um mecanismo mediante o qual a

---

inscritos pessoalmente nos respectivos registros.

187THÉVENOZ, Luc. **Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law**. In: *Journal of Law, Business & Finance*. Stanford: Stanford University, p. 404-405, abr. 2008.

188 Por isso a opção da Convenção, alinhando-se com a Hague Securities Convention, pelo termo “valores mobiliários mantidos por um intermediário” (“securities held with an intermediary”) e não simplesmente “valores mobiliários mantidos indiretamente” (“indirectly held securities”).

transferência de valores mobiliários não aparece, necessariamente, nos livros do emitente, mas, sim, baseia-se num sistema operado por corretores e outros intermediários financeiros. As transferências de valores nesse sistema evidenciam-se por meio de operações a débito e a crédito, por isso permitem a liquidação de grandes volumes de transações de forma muito mais rápida e simples do que quando comparadas com o sistema tradicional. O sistema de detenção indireto pressupõe uma complexa rede de participantes, tais como emitentes, CDVMs, corretoras, bancos, fundos de investimento, casas de liquidação, investidores individuais, etc. – operando muitas vezes em múltiplas jurisdições e em cadeias com diversos níveis. Essa forma de detenção é característica de países com tradição jurídica do *common law*, como os EUA e Reino Unido, exceto por meio da CREST e do projeto da Suíça.

## 2.3 PRINCIPAIS MODELOS MUNDIAIS

Embora estejamos falando de transações *cross-border*, como já mencionado anteriormente, os agentes envolvidos usam técnicas jurídicas locais para realizar tais transações<sup>189</sup>, de tal sorte que, em linhas gerais, abarcam sistemas “insulares” e com poucas ferramentas que possibilitem a sua integração<sup>190</sup>. Na próxima seção buscaremos classificar quatro desses modelos, qual sejam: *Trust*, *Entitlement*, Copropriedade (*Pool of domestic securities*) e Transparente. Sem qualquer pretensão de exaustividade, o que se buscará é apontar as principais características de cada um desses modelos.

### 2.3.1 Modelo Trust

Optamos por apresentar o modelo inglês para tratar das peculiaridades do Modelo *Trust*. De acordo com Micheler<sup>191</sup>, o Direito Inglês protege os investidores que detêm e transferem valores mobiliários no âmbito nacional utilizando-se do modelo *trust*, que outorga-lhes, pois, direitos de propriedade. Na Inglaterra, os valores mobiliários (*securities*), também referidos como “choses in action”, são considerados bens intangíveis e são emitidos na forma

---

189GABRIEL, Henry Deeb. **The Application of the Geneva Convention for Intermediated Securities**. In: Macquarie Journal of Business Law. Sydney: Macquarie University. Vol. 9, p. 166- 180, 2012 (OBS: as próximas quatro tabelas foram retiradas deste artigo).

190UNIDROIT. **The UNIDROIT Study Group on Harmonised Rules Regarding Indirectly Held Securities**. Study LXXVIII, Doc. 8. Roma: UNIDROIT, aug. 2003.

191MICHELER, Eva. **English and German Securities Law: A Thesis in Doctrinal Path Dependence**. In: Law Quarterly Review. Londres: Sweet & Maxwell. Vol. 123, p. 251-285, abr. 2007.

de instrumentos registrados, os quais provam a titularidade dos valores, embora não sejam considerados espécie de título de crédito (*negotiable instrument*). No sistema inglês, a transferência dos valores se dá por meio do registro; assim, o cessionário somente adquire a propriedade dos valores com a entrada de seu nome nos registros, que serão físicos (no caso de manutenção direta) ou escriturais (no caso de manutenção indireta). Ademais, o registro no qual consta o nome e outros dados dos proprietários ou é mantido diretamente pelo emitente ou em seu nome.

Atualmente, os valores mobiliários são mantidos e transferidos por meio da figura da CDVM (ou por meio de cadeias de depositários ligadas a ela), que na Inglaterra é a CRESTCo., companhia fundada em 1996 e, em 2002, adquirida pela Euroclear. Sublinha-se que a CDVM tem função diferente daquela desempenhada por outros intermediários na cadeia de custódia: a CRESTCo., por exemplo, não detém valores mobiliários em nome de clientes e não media direitos de propriedade, mas tão somente mantém registros (escriturais) para todos os valores mobiliários depositados. Outrossim, também é atribuição da Central operar a transferência da propriedade de tais valores por meio de instruções eletrônicas em um sistema de liquidação. Nesse diapasão, são considerados proprietários dos valores mobiliários aqueles investidores cujos nomes constarem no referido registro. Nesse modelo, ademais, os titulares e as companhias emissoras dos valores mantêm uma relação direta, de tal sorte que o emissor conhece os nomes (e outras informações adicionais) dos proprietários.

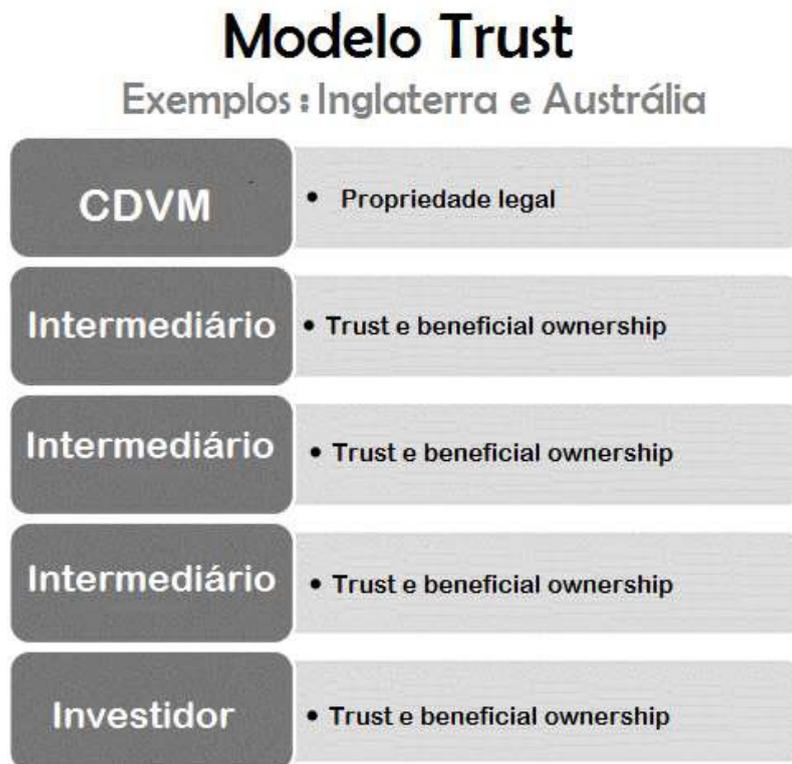
Os outros intermediários na cadeia de custódia, por outro lado, operam sob uma base jurídica diferente daquela da CRESTCo. – eles detêm os valores mobiliários por meio do sistema de *trust*, em benefício de seus clientes. Destarte, detêm a propriedade dos títulos e são, inclusive, seus nomes que aparecem inscritos nos registros. Os direitos legais do intermediário são, no entanto, limitados pela propriedade indireta ou equitativa (*beneficial or equitable ownership*) de seus clientes, os quais, como beneficiários do *trust*, mantêm os direitos de propriedade (*proprietary interest*) sobre os valores mobiliários detidos pelo intermediário, podendo, inclusive, exercê-los (*enforce*) no caso de insolvência do intermediário; há, também, a possibilidade de reivindicarem os seus valores de terceiros para quem possam ter sido desviados indevidamente pelo intermediário.

Além disso, nos casos em que os valores mobiliários são mantidos em uma cadeia de vários intermediários, o investidor tem direitos de propriedade (*proprietary interest*) apenas sobre os valores mobiliários ou sobre os direitos (*proprietary interest*) mantidos pelo seu intermediário imediato; ele não pode exercer diretamente os direitos (*proprietary interest*)

contra um intermediário em um nível mais acima na cadeia. Por derradeiro, o investidor final de uma cadeia de intermediários possui direito de propriedade (*proprietary interest*) sobre os direitos (*entitlements*) detidos por seu intermediário, mas não sobre os direitos (*entitlements*) detidos por um intermediário mais acima na cadeia.

Sob o direito inglês, os direitos de um investidor que detém valores mobiliários estrangeiros são idênticos aos direitos de um investidor que detém valores mobiliários nacionais, ou seja, o investidor possui sempre direito de propriedade (*proprietary interest*) sobre os valores mobiliários. Não há, ademais, alteração na situação jurídica do investidor em caso de insolvência de intermediários, permanecendo com o direito de exigir para si os respectivos bens; ainda, caso o intermediário se aproprie indevidamente dos valores mobiliários, poderá o investidor demandá-lo na justiça juntamente com o respectivo credor concursal.

Por derradeiro, frisa-se que o investidor não está protegido face a pedidos que envolvam prioridades (*priorities*) ou aquisição de boa fé (*good faith acquisition*) em relação aos valores mobiliários.



### 2.3.2 Modelo Entitlement

Optamos por apresentar o modelo norte-americano para tratar das peculiaridades do

Modelo *Entitlement*. Combs<sup>192</sup> assevera que o atual regime jurídico de títulos intermediados é regido nos Estados Unidos pelo Código Comercial Uniforme (U.C.C.) que, especificamente em seu Art. 8, trata da relação entre o titular dos valores mobiliários e o intermediário financeiro. A *ratio* principal é proteger os investidores dos credores do intermediário por meio de mecanismos que garantem aos primeiros a efetividade do direito de propriedade do título mesmo que a propriedade (*entitlement*) seja mantida indiretamente<sup>193</sup>. Nesse desiderato, o maior símbolo da garantia da eficácia do direito de propriedade sobre os valores é a natureza mandamental das ordens dadas pelo titular (*entitlement holder*) ao intermediário, que obriga-se ao seu cumprimento.

Sob esse modelo, ademais, cada investidor possui uma conta com o intermediário e, em razão disso, detém direitos (*entitlement rights*) ao recebimento dos ativos creditados em sua conta; o investidor não possui, no entanto, quaisquer ativos em específico, mas tão somente direito ao recebimento de uma participação proporcional de ativos (*fractional share*) em um universo fungível mantido pelo intermediário. Como os ativos financeiros mantidos pelo intermediário “não são propriedade do intermediário títulos”<sup>194</sup>, os investidores não respondem por obrigações contraídas pelos intermediários, ou seja, não se sujeitam aos credores gerais do intermediário. Ademais, ao intermediário é vedado gravar com garantia (*security interest*) qualquer ativo dos quais detenham direitos (*entitlement*)<sup>195</sup>.

Em caso de litígio, o investidor que possui direito (*entitlement right*) deve se voltar contra o intermediário com o qual possui uma conta, porque ele não tem direitos contra o emitente ou contra intermediários de nível mais alto (nenhum dos intermediários de nível mais alto obriga-se diretamente para com o investidor); o intermediário de menor nível é, pois, no sistema norte-americano, um garantidor de todos os intermediários de nível mais alto [o intermediário de menor nível é, dessa forma, o único na cadeia que efetivamente tem condições de conhecer os direitos (*entitlement right*) do investidor nos ativos]. Afinal, no modelo norte-americano, os direitos sobre os valores mobiliários são desconectados legalmente em cada nível da cadeia de custódia.

As obrigações devidas pelo intermediário ao titular estão enumeradas na parte 5 do art. 8, e são projetadas para garantir aos titulares todos os direitos referentes aos valores mobiliários, como se propriedade direta fosse. Dentre os dispositivos “padrão” do U.C.C, no

---

192COMBS, Valerie. **The Law of Intermediated Securities**: U.C.C. versus UNIDROIT. Alabama Law Review. Vol. 58. Tuscaloosa: University of Alabama, 2006, p. 400.

193Cf. U.C.C., Article 8, Investment Securities, Prefatory Note.

194Cf. U.C.C. § 8-503(a).

195Cf. U.C.C. § 8-504(b).

âmbito dos direitos essenciais na relação entre o titular e o seu intermediário direto, destacam-se os seguintes<sup>196</sup>: o intermediário deve manter tantas ações quanto forem necessárias para satisfazer as demandas de cada investidor; o intermediário tem a obrigação absoluta de obter quaisquer pagamentos (tais como dividendos) feitos pelo emissor e de transferir esses pagamentos para o titular<sup>197</sup>; as ordens do titular obrigam o intermediário a transferir o ativo financeiro sobre o qual o titular detenha direitos (*security entitlement*)<sup>198</sup>; o intermediário é obrigado a exercer os direitos de propriedade (como o direito ao voto, o direito de conversão, bem como o direito de executar as obrigações legais do ativo) sempre que solicitado pelo titular<sup>199</sup>; o intermediário tem o dever de cumprir as ordens do titular e, se a ordem for dada por um mandante autorizado, este deverá verificar a autenticidade da ordem e cumpri-la<sup>200</sup>; o intermediário é obrigado a colaborar com a alteração da forma pela qual os títulos são mantidos (do modelo *Entitlement* “padrão”) para outro qualquer (inclusive para o modelo de detenção direta) sempre que solicitado pelo titular<sup>201</sup>.

Embora todas essas prerrogativas em favor do titular dos valores mobiliários coloquem-no em uma posição privilegiada em relação ao seu intermediário direto (intermediário relevante), no que concerne aos direitos de propriedade, há que se estabelecer que não tem primazia em todos os níveis da cadeia de intermediários, isto é, o titular não tem direitos superiores a outro titular subsequente da cadeia; por exemplo, nos casos em que o intermediário não possua uma quantidade suficiente de ações para satisfazer as demandas de todos os seus investidores depositantes, isso porque os investidores posteriores também possuem direito ao recebimento da sua participação proporcional (*pro rata share*) relativa aos valores mobiliários. Assim, embora os direitos (*interest*) dos titulares sejam protegidos contra credores em geral, credores garantidos com o controle dos ativos disputados possuem prioridade sobre os créditos não garantidos dos investidores, independentemente de o investidor ter autorizado o intermediário a dar novas garantias aos valores mobiliários.

---

196 Cabe sublinhar, de ante mão, todavia, que mesmo existindo todo um arcabouço padrão de direitos e deveres entre o titular e o seu intermediário direto (intermediário relevante), a ampla liberdade no que tange o direito privado norte-americano autoriza que, por meio de livre disposição entre os contratantes, todos as regras mencionadas estejam sujeitas a mitigação.

197Cf. U.C.C. § 8-504(a).

198Cf. U.C.C. § 8-102(a)(8).

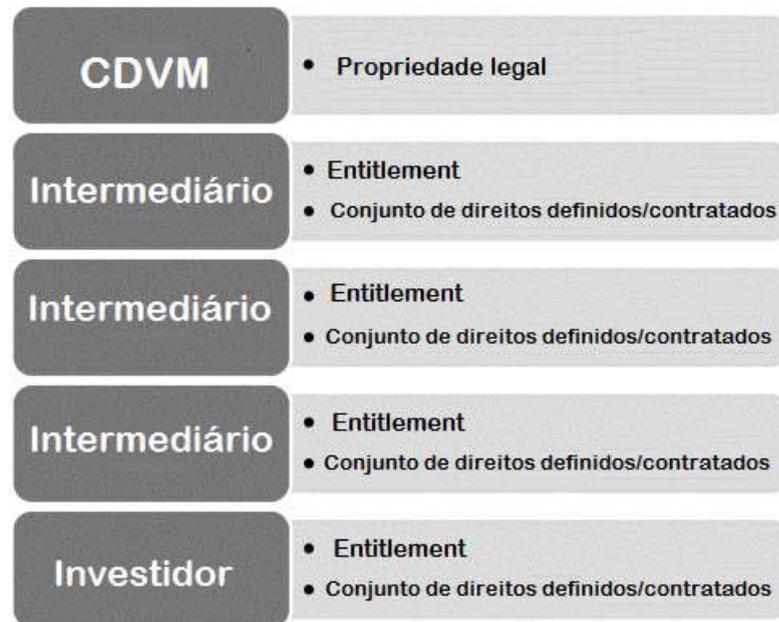
199Cf. U.C.C. § 8-505 (a).

200Cf. U.C.C. § 8-507(a).

201Cf. U.C.C. § 8-508.

## Modelo Entitlement

### Estados Unidos



### 2.3.3 Modelo de Copropriedade

Optamos por apresentar o modelo alemão para tratar das peculiaridades do Modelo de Copropriedade (também conhecido como “pool of domestic securities”). Na Alemanha, os valores mobiliários são emitidos sob a forma de instrumentos negociáveis, cujos investidores são protegidos por meio do sistema de copropriedade (*co-ownership*). A ideia chave desse sistema é que o direito se materializa no próprio certificado correspondente, sendo transferido consoante as mesmas regras aplicáveis aos bens tangíveis. Inclusive, tradicionalmente, sempre houve a emissão de um certificado em apartado para cada unidade de valor mobiliário negociada. Assim, quando um valor mobiliário alemão é transferido, teoricamente, o cessionário somente adquire a propriedade no momento da entrega efetiva do certificado correspondente. Acontece que, na prática, esse sistema é muito custoso e tem sido pouquíssimo utilizado; hoje os valores mobiliários são normalmente transferidos sem a necessidade de entrega física dos certificados de papel e têm sido operados por meio de uma CDVM ou por meio de cadeias de depositários ligadas a ela. Em termos práticos, a propriedade dos valores mobiliários é transferida, também no sistema alemão, de forma escritural, isto é, por meio de registros que se operam escrituralmente, independentemente de

ter havido, de fato, mudança na posse dos respectivos certificados. No direito alemão, presume-se que os investidores estejam na posse de certificados, mesmo que estes sejam mantidos escrituralmente por cadeias de múltiplos intermediários. Quanto aos direitos inerentes aos valores, são recebidos por meio dos depositários, isso porque, assevera Benicke<sup>202</sup>, as funções típicas de um contrato de custódia de valores mobiliários estão associadas, além da sua guarda, às obrigações acessórias de prestação continuada de informação e de execução dos atos materiais e jurídicos necessários para o exercício dos direitos a eles inerentes.

O termo jurídico alemão para este depositário, central, é “Wertpapiersammelbank” ou “Zentralverwahrer”. Sendo que o intermediário, que não seja o depositário central, é referido, como “Depotbank” ou, nos termos da Depotgesetz (Lei sobre depósito de valores mobiliários alemã), “Verwahrer”. Aliás, a Clearstream Banking AG é a única CDVM em atuação hoje na Alemanha e só permite contas diretas a clientes profissionais (clientes não profissionais possuem contas com um intermediário o qual, a seu turno, é direta ou indiretamente ligado a ela). Outrossim, nem a Clearstream nem os outros intermediários alemães detêm a propriedade dos valores mobiliários, sendo ambos considerados possuidores conjuntos (*joint possession*). Os investidores, por sua vez, são considerados coproprietários dos valores mobiliários mantidos pelo CDVM, estando, portanto, protegidos contra a insolvência da Clearstream ou de outros intermediários.

Sob o direito alemão, os direitos de um investidor que detém valores mobiliários estrangeiros não são os mesmos de um investidor que detém valores mobiliários nacionais; fora do âmbito nacional, o investidor tem um direito contratual de preferência (*preferred contractual claim*) contra o intermediário. Não há, ademais, alteração na situação jurídica do investidor em caso de insolvência de intermediários, permanecendo com o direito de exigir para si os respectivos valores mobiliários. Se, entretanto, o intermediário se apropriar indevidamente dos valores mobiliários, o investidor não poderá demandá-lo na justiça juntamente com o respectivo credor concursal.

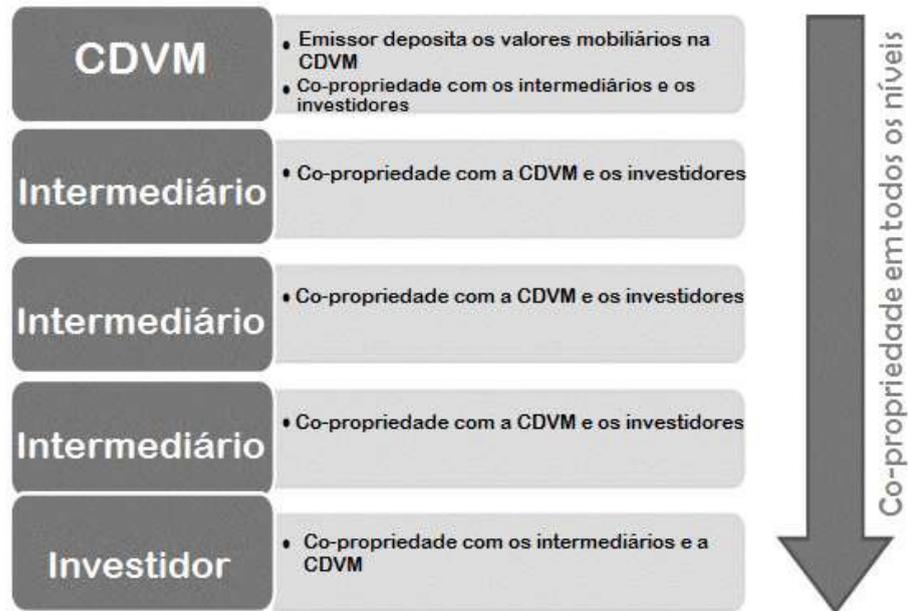
Por derradeiro, frisa-se que o investidor não está protegido face a pedidos que envolvam prioridades (*priorities*) ou aquisição de boa fé (*good faith acquisition*) em relação aos valores mobiliários.

---

<sup>202</sup>BENICKE, Christoph. *Wertpapiervermögensverwaltung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 31.

## Modelo de Co-Propriedade

Exemplos : Japão, França, Alemanha e outros países que adotam o Civil Law



### 2.3.4 Modelo Transparente

Optamos por apresentar o modelo brasileiro para tratar das peculiaridades do Modelo Transparente. No Brasil, as ações depositadas em contas de custódia podem ser do tipo nominativas *stricto sensu* ou escriturais, ou seja, representadas por certificados ou não. As ações nominativas *stricto sensu* (representadas por certificados) são entregues pelo investidor (usuário indireto) à corretora ou distribuidora (usuário direto), acompanhadas de documentação que permita a transferência dos títulos para a empresa prestadora do serviço de custódia (custodiante), que passará a ser proprietária fiduciária junto às companhias abertas emissoras dessas ações. O custodiante gera o crédito na conta de custódia do usuário direto, na quantidade de ações depositadas e encaminha o pedido de transferência para seu nome à companhia aberta ou alternativamente ao prestador de serviços de ações escriturais por ela designado, caso em que as ações ficam bloqueadas para a venda até que a companhia aberta execute, de fato, a transferência das ações para a propriedade fiduciária do custodiante. A transferência junto à S.A. é feita em o nome do custodiante (devido à condição fiduciária da transferência de propriedade), sendo realizada, contudo, exclusivamente para fins de custódia,

não significando que os títulos passem a integrar o patrimônio do custodiante, portanto.

No caso de ações escriturais, a corretora ou distribuidora emite um documento de transferência de ações e o envia, juntamente com a documentação do investidor, para o prestador do serviço de registro das ações escriturais contratado pela S.A. aberta. Este, reconhecendo a posição do investidor, emite um documento de bloqueio das ações, onde consta o nome do investidor e o do custodiante. O documento é entregue à corretora ou distribuidora que efetua, então, o depósito junto ao custodiante.

O Brasil possui um sistema que exige a identificação de todos beneficiários finais, ou seja, as corretoras, os prestadores de serviços de custódia e os representantes legais que prestem serviços de investimento no setor de valores mobiliários a investidores, inclusive não residentes no Brasil, deverão identificar o cliente final, assumindo a responsabilidade por toda operação realizada nos sistemas de negociação da BM&FBOVESPA. O sistema transparente exige, ademais, que todos os investidos tenham uma conta diretamente com a CDVM, que, por sua vez, mantém contas individuais para cada investidor individual. Assim sendo, o investidor não é apenas individualmente identificado nos registros seu intermediário direto, como também nos da própria CDVM. Frisa-se que o sistema jurídico brasileiro possibilita, por meio de um contrato de depósito, a outorga da propriedade fiduciária para a CDVM (de tal sorte que, em relação ao valor mobiliário depositado, passa a instituição financeira a deter a posse sua direta e o investidor a indireta).

A regulação em relação à identificação do beneficiário final no Brasil inclui<sup>203</sup>:

-Lei nº 8.021/1990: estabelece que nenhum pagamento ou resgate, relativo a qualquer valor mobiliário ou investimento será efetuado para um beneficiário que não for identificado, e que nenhum valor mobiliário ou pagamento será emitido ou realizado ao portador, sendo que a identidade do beneficiário se constitui numa exigência legal.

-Lei nº 6.404/1976: estabelece expressamente que as emissões de títulos e ações de empresas deverão ser nominativas, ou seja, registradas.

-Instrução CVM nº 387/2003: estabelece que as corretoras sejam obrigadas a manter o devido registro de seus clientes e fornecer às bolsas e entidades de compensação informações precisas dos clientes.

-Instrução CVM nº 325/2000 e Instrução CVM nº 419/2005: estendem aos investidores estrangeiros mesmas regras aplicadas aos investidores nacionais.

---

<sup>203</sup>DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro. **Mercado de Capitais**: Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 183-193.

-Resolução CMN nº 2.689/2000: obriga os investidores não residentes são a nomear representante legal e custodiante no Brasil.

## Modelo Transparente

### Brasil



## 2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE UM MEIO AMBIENTE DESUNIFORME

McCormick<sup>204</sup> advoga que os participantes de um mercado interligado, mas desuniforme, costumam enfrentar três tipos principais de adversidades: risco legal, risco sistêmico e custos extras nas transações. Inicialmente, refere-se o risco legal a situações em que a resposta fornecida pela lei aplicável não corresponde a realidade do mercado, isto é, a lei complica ou sobrecarrega desnecessariamente uma operação; no plano *cross-border*, é resultado, principalmente, da falta de um *global framework* para integrar juridicamente os diversos mercados envolvidos. A segunda adversidade, o risco sistêmico, faz-se notável, especialmente, em um sistema interligado (como é o caso do mercado de capitais hodierno), onde um elo fraco prejudica toda a corrente. O risco sistêmico é, pois, resultado de uma sequência de reações provocadas por riscos individuais. Quanto aos custos extra de transação,

<sup>204</sup>MCCORMICK, Roger. **Legal Risk in the Financial Markets**. 1ª Ed. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 113.

pode-se referir que em um sistema onde o risco e a insegurança são latentes, os custos operacionais são, inevitavelmente, mais elevados, porquanto seus agentes busquem proteção de eventuais perdas por meio de maiores margens de lucro e de contratos mais “amarrados”, ou seja, com um número maior de cláusulas, garantias e cuidados gerais na sua elaboração.

#### **2.4.1 A Uniformização das bases legais**

Percebendo a magnitude dessas adversidades, inúmeras foram as iniciativas que buscaram contribuir com o estudo do tema. Para citar as de maior envergadura, tivemos, cronologicamente: “Recommendations for securities settlement systems”, publicado, em 2001, pela International Organization of Securities Commissions (IOSCO); “Plan of action concerning global clearing and settlement”, publicado, em 2003, pelo Group of Thirty (G30); “Report on cross-border collateral arrangements”, publicado, em 2006, pelo Bank for International Settlements (BIS), assim como, no âmbito europeu, “Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union” e “Second Report on European Union Clearing and Settlement Arrangements”, publicados, respectivamente, em 2001 e 2003, pelo Giovannini Group e, no âmbito americano, pelo “A necessidade de harmonização e modernização das leis sobre titularidade, transferência e garantia mobiliária”, publicado, em 2004, pela Organização dos Estados Americanos (OEA). Genericamente, os aludidos estudos identificam, sem exceção, a necessidade de um quadro legal adaptado ao moderno sistema de custódia de valores mobiliários mantidos por meio de intermediários, e sugeriram a implementação de um sistema jurídico mais transparente e confiável, especialmente no âmbito transfronteiriço.

Nesse íterim, o Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado (International Institute for the Unification of Private Law, em inglês; doravante denominado simplesmente UNIDROIT), a Conferência de Haia de Direito Internacional Privado (Hague Conference on Private International Law, em inglês; doravante denominada simplesmente CHDIPr) e Comissão das Nações Unidas sobre o Direito Mercantil Internacional (The United Nations Commission on International Trade Law, em inglês; doravante denominada simplesmente UNCITRAL), que coordenam regularmente as suas atividades para garantir a integração jurídica no âmbito internacional, buscaram, a partir dessas informações, formas de

superar o embate, sem a sobreposição e a inconsistência de instrumentos legais<sup>205</sup>. Entre os instrumentos que foram produzidos, analisaremos, no presente trabalho, especificamente, a UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis aos Valores Mobiliários Intermediados, em tradução livre do inglês; doravante denominada simplesmente Convenção), também referida como UNIDROIT Geneva Convention (Convenção de Genebra do UNIDROIT, em tradução livre do inglês)<sup>206</sup>.

## 2.5 A CONVENÇÃO DE GENEBRA DO UNIDROIT

A Convenção, aprovada em Genebra (Suíça) ao final de uma conferência diplomática realizada entre os dias 05 e 09 de outubro de 2009, representa um avanço fundamental na harmonização global, no que provavelmente seja um dos mais complexos e significativos, inclusive sob a perspectiva econômica, pontos do Direito Comercial: pretende resolver questões de incompatibilidades transfronteiriças por meio de um sistema mundialmente harmônico de leis materiais aplicáveis aos valores mobiliários. O objetivo central da Convenção é, pois, atualizar e compatibilizar o Direito Comercial Internacional, colocando-o a par e passo com as práticas contemporâneas de custódia, alienação e garantias, que são aquelas que envolvem valores mobiliários mantidos por intermediários financeiros, *intermediados*, portanto. Criando um quadro jurídico minimamente comum, ela visa proporcionar segurança e funcionalidade aos agentes envolvidos nesse sistema de valores mobiliários intermediados, reforçando a estabilidade interna dos mercados financeiros nacionais e sua compatibilidade no plano transfronteiriço (*cross-border*).

Interessante sublinhar que a Convenção propõe resolver as diferenças entre os sistemas não escolhendo um entre todos aqueles existentes, nem sugerindo outro, mas, em vez

---

205UNCITRAL, Hague Conference and UNIDROIT. **Texts on Security Interests**. Vienna: United Nations, 2012.

206Nota-se que há, inclusive no próprio âmbito das transações *cross border* de títulos intermediados, uma outra Convenção também bastante significativa, qual seja, The Hague Securities Convention (Convenção de Haia sobre Valores Mobiliários, em tradução livre do inglês; doravante denominada simplesmente Convenção de Haia); esta, todavia, tem um escopo diferente daquela que será objeto de estudo da presente pesquisa (Convenção do UNIDROIT), pois, enquanto a primeira trata da questão é o direito interno (*domestic law*), a última se ocupa com o direito material (*substantive law*) aplicável. Importante notar, de qualquer forma, que as referidas Convenções se complementem mutuamente, não precisam ser promulgadas conjuntamente, ou seja, podem ser implementadas pelos Estados tanto como parte de uma profunda reforma sistêmica, quanto separadamente. No caso da Convenção do UNIDROIT, destaca-se, todavia, que a sua aplicação subordina-se à solução dos conflitos de lei no espaço (BERNASCONI, Christophe e KEIJSE, Thomas. **The Hague and Geneva Securities Conventions: a Modern and Global Legal Regime for Intermediated Securities**. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, p. 550, 2012).

disso, estabelecendo um corpo mínimo de regras funcionais, resultado da análise conjunta de todos os modelos existentes, sem preferência por nenhuma tradição jurídica em específico. Essas regras criam, portanto, um quadro universal de direitos e obrigações que dialogam facilmente dentro do leque de diferentes leis nacionais e protegem o investidor nas transações transfronteiriças de títulos intermediados, independentemente da lei doméstica (*domestic law*) aplicável. De acordo com UNIDROIT<sup>207</sup>:

As inovações estruturais e tecnológicas que tornaram possível o moderno sistema de custódia de valores mobiliários não têm sido acompanhadas universalmente por níveis de modernização legislativa correspondentes adequados. Embora os quadros legais nacionais tenham revisto certos aspectos, o que frequentemente ocorreu foi a manutenção do uso conceitos tradicionais, mas com adaptações a novos contextos. Isso gera problemas conceituais no âmbito do sistema de custódia intermediado e, [...] conseqüentemente, comparando-se com outras esferas do Direito Comercial, há um risco significativamente maior.

Os objetivos principais oficialmente indicados da Convenção são: o crescimento e o desenvolvimento dos mercados de capitais globais; a proteção das pessoas que adquirirem ou custodiando títulos intermediados; a redução do risco legal e sistêmico; o aumento da liquidez dos mercados de valores mobiliários; e a compatibilização quanto à custódia e à alienação de títulos intermediados nos sistemas jurídicos<sup>208</sup>. Esses objetivos gerais podem ser resumidos em três pontos básicos: em primeiro lugar, existe o objetivo de solidez interna dos sistemas. A Convenção destina-se a prover segurança aos intermediados de valores mobiliários investidores e transparência às regras e procedimentos que regem sua custódia e sua transferência. Concomitante a esse objetivo, a Convenção não faz distinção entre as operações nacionais e transfronteiriças. Em segundo lugar, a Convenção reconhece o papel central do registro de contas escriturais e o papel coadjuvante que a posse física assume hoje no mundo. Em terceiro lugar, a Convenção salienta a importância da compatibilidade do sistema legal entre as transações transfronteiriças. Para atingir esse objetivo, a Convenção busca acomodar diferentes conceitos e tradições jurídicas e evitar a confusão que poderia ocorrer com uma transação envolvendo diferentes sistemas jurídicos. Isto é, pretendendo, em grande medida, pela utilização de uma abordagem funcional, que usa uma linguagem neutra e centra-se em resultados (e não nos conceitos jurídicos que levam a esses resultados). Essa “acomodação”

---

207UNIDROIT. **Explanatory Notes to the Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary**. UNIDROIT STUDY LXVIII, Doc. 19, 2004, p. 8, em tradução livre do inglês.

208Prefácio da Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis ao Valores Mobiliários Intermediados.

de diferentes sistemas jurídicos também é alcançada por meio da obtenção de uma abordagem minimalista, que interfere no direito interno apenas naquilo que for estritamente necessário para se evitar o risco sistêmico.

### 2.5.1 Escopo e características

Com apenas quarenta e oito artigos distribuídos em sete capítulos – três (capítulos um, seis e sete) sobre aspectos procedimentais e quatro (capítulos dois a cinco) sobre regras de direito material – a Convenção, cuja abordagem é funcional<sup>209</sup>, pode ser classificada como concisa. Aliás, tem sido argumentado que essa é a única forma de alcançar resultados eficientes quando se busca harmonizar conceitos e técnicas jurídicas em um universo desuniforme, composto de diversas opções jurídicas distintas<sup>210</sup>. Sinteticamente, os principais objetivos da convenção são: proteção dos participantes no mercado (ambos, investidor e intermediário); proteção do sistema financeiro; e ganhos de eficiência econômica<sup>211</sup>.

Quanto às matérias abrangidas pela Convenção, verifica-se, respectivamente: os direitos dos titulares de contas sobre os valores mobiliários intermediados e os direitos dos próprios prestadores desse serviço (aos intermediários financeiros)<sup>212</sup>; a transferência de títulos intermediados, mais especificamente, sobre o registro e os direitos concedidos pelo intermediário<sup>213</sup>; a integridade do sistema intermediado de custódia, particularmente, quanto aos deveres dos intermediários, inclusive em casos de sua insolvência (proteção dos direitos dos investidores contra os credores do intermediário)<sup>214</sup>; e, por fim, operações de garantia (*collateral transactions*), especificamente, sobre a simplificação das garantias entre os titulares de conta e os intermediários<sup>215</sup>.

A Convenção é restritiva na medida em que só se aplica a valores mobiliários custodiados por – pelo menos – um intermediário. Além disso, em consonância com a abordagem minimalista proposta pela Convenção, com a exceção do direito de poder exigir o

---

209De acordo com a abordagem funcional, os sistemas podem continuar empregando grande parte das suas diferentes técnicas jurídicas, desde que adotem um mínimo de disposições, que funcionam como pontes de harmonização entre os sistemas.

210THÉVENOZ, Luc. **Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law**. In: *Journal of Law, Business & Finance*. Stanford: Stanford University, p. 384-452, abr. 2008.

211KRONKE, Herbert. **Remarks on the Geneva Securities Convention's Development and its Future**. In: *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*. GULLIFER, Louise e PAYNE, Jennifer (Org.). Oxford: Hart Publishing, 2010, p. 247-248.

212Cf. Capítulo II, que inclui os arts. 9-10, da Convenção.

213Cf. Capítulo III, que inclui os arts. 11-20, da Convenção.

214Cf. Capítulo IV, que inclui os arts. 21-30, da Convenção.

215Cf. Capítulo V, que inclui os arts. 31-38, da Convenção.

reconhecimento das estruturas de custódia (*nominee holding structures*) e dos direitos de voto (*split voting rights*), todos os demais direitos do titular da conta contra o emitente de valores mobiliários não são afetados pela Convenção<sup>216</sup>, sendo deixados para que lei doméstica do Estado contratante disponha livremente. Ainda no que concerne à sua aplicação, o art. 6º limita sua aplicação ao estabelecer que a Convenção “não é aplicável às funções de constituição, de registro e/ou de reconciliação de valores mobiliários, exercidas pelo seu respectivo emissor ou pelas seguintes pessoas: CDVM, bancos centrais ou agentes de transferências ou de registros”<sup>217</sup>.

Por derradeiro, a Convenção incorpora um sistema de autoexclusões (*opt-out*) que fornecem aos Estados contratantes um adicional de flexibilidade na sua aplicação<sup>218</sup>. Assim, a Convenção permite que os Estados contratantes limitem seu âmbito de aplicação às contas de valores mobiliários mantidas por intermediários “regulamentados”<sup>219</sup> e/ou por contas mantidas por um banco central<sup>220</sup>, permitindo, ainda, que os Estados contratantes excluam as contas de valores mobiliários mantidas por intermediários “não regulamentados”.

### 2.5.2 Integridade do sistema de custódia intermediado

A Convenção prevê orientações específicas para diversos problemas que surgem nos sistemas intermediados<sup>221</sup>. Estas disposições foram cuidadosamente elaboradas para fornecer um conjunto funcional e minimalista de regras, ou seja, de forma a interferir o mínimo possível sobre os Estados contratantes e respeitar ao máximo as suas leis e identidades nacionais. Um dos objetivos fundamentais da Convenção é permitir que cada Estado contratante seja capaz de aderir ao sistema intermediado (em que os valores mobiliários negociados publicamente sejam mantidos por meio de intermediários)<sup>222</sup>. Concomitante a isso, a Convenção exige que não haja discriminação entre os valores mobiliários não intermediados e os intermediados no que se refere aos direitos de compensação contra o emitente que se tornou insolvente<sup>223</sup>.

Para mitigar o risco de insolvência do intermediário, a Convenção assegura a

---

216Cf. Convenção, art. 29(2).

217Cf. Convenção, art. 6.

218Cf. Convenção, arts. 5, 12(5)-(7), 25(5), 36(2) e 38.

219Cf. Convenção, art. 5.

220Cf. Convenção, art. 5(b).

221Cf. Parte IV, arts. 21-30, da Convenção.

222Cf. Convenção, art. 29.

223Cf. Convenção, art. 30.

efetividade dos direitos dos titulares de contas e os direitos das pessoas a quem, pelos titulares de conta, foram concedidos direitos (*interests*) nos casos de o intermediário sofrer processos de insolvência, liquidação ou recuperação<sup>224</sup>. Além disso, a Convenção também prevê uma proibição geral da penhora em nível superior na cadeia de custódia<sup>225</sup> (*general prohibition of upper-tier attachment*) nas contas de valores mobiliários mantidas por um intermediário que não seja o intermediário relevante do titular da conta, ou seja, busca assegurar que a penhora de valores mobiliários intermediados se dê no local apropriado da cadeia de custódia; podendo, nesse ínterim, que o intermediário identifique propriamente o patrimônio do investidor-devedor e garanta a disponibilidade de tais ativos para os credores do investidor-devedor<sup>226</sup>. Tal critério garante a possibilidade de identificação mais segura do patrimônio do investidor<sup>227</sup>.

### 2.5.3 Opção pelo direito material

Frisa-se que a Convenção é, fundamentalmente, um instrumento de Direito Privado, cuja principal função é ordenar as relações entre particulares (pessoas físicas e jurídicas); há, contudo, particularmente no conjunto de regras que definem os direitos dos titulares de conta e os deveres correspondentes intermediários, também uma “dimensão regulatória”<sup>228</sup>. De qualquer forma, a Convenção é projetada para ser parte da lei material do Estado contratante, sendo aplicável, portanto, quando as regras de conflito de leis designarem como lei aplicável a lei vigente no Estado contratante<sup>229</sup>. Sem embargo, a Convenção também pode ser aplicada quando não houver elementos internacionais ou quando as normas de Direito Internacional Privado do Estado não determinarem regras para solucionar o conflito de leis – nestes casos, em que as circunstâncias não conduzam à aplicação da Convenção ou de outra lei qualquer, desde que possível a adoção da lei em vigor no Estado, a Convenção também poderá ser aplicada<sup>230</sup>.

As disposições materiais da Convenção fornecem um quadro jurídico comum no que

---

224Cf. Convenção, art. 21(1).

225Cf. Convenção, art. 21(2).

226Cf. Convenção, art. 22(1).

227Cf. Convenção, art. 22(3).

228MOONEY JR. Charles W.. **Private Law and the Regulation of Securities Intermediaries**: Perspectives under the Geneva Securities Convention and United States Law. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, p. 801-813, 2010.

229Cf. Convenção, art. 2(a).

230Cf. Convenção, art. 2(b).

se refere à aquisição, conservação e transferência de valores mobiliários mantidos por meio de um intermediário, abrangendo, especificamente, direitos sobre: os titulares de contas, a aquisição e a transferência de valores, bem como as operações de garantia e de integridade do sistema. Em cada um desses âmbitos, ademais, a Convenção oferece proteção e garantias uniformes, sem, no entanto, afetar pontos mais amplos no âmbito interno do mercado de valores mobiliários de cada Estado contratante.

#### 2.5.4 Direitos dos titulares de contas

Para os titulares de conta<sup>231</sup>, a Convenção constitui (ou mantém) os direitos que são intrínsecos aos valores mobiliários – que incluem o direito a dividendos, a quaisquer outros benefícios que se repartam, ao voto, ao controle da transferência dos valores mobiliários e à escolha da forma como se dará a sua custódia<sup>232</sup>. O investidor, todavia, não precisa necessariamente ter seus valores mobiliários mantidos por meio de um intermediário financeiro para que se beneficie com os dispositivos da Convenção. Há uma grande preocupação, aliás, em reconhecer a ampla diversidade jurídica proveniente de cada um dos Estados contratantes. Por isso a Convenção procura ser minimalista no máximo grau possível, evitando qualquer padronização jurídica especial, como, por exemplo, no próprio âmbito de formação de direitos (interests) dos titulares de contas.

Quanto à capacidade do titular da conta para o exercício desses direitos, a Convenção proporciona somente o mecanismo pelo qual os direitos tenham eficácia por meio da cadeia de intermediários. A Convenção não toma posição sobre a existência, o conteúdo ou as limitações dos direitos inerentes aos valores mobiliários<sup>233</sup>, que são deixados para a lei não Convencional. A Convenção não garante que o titular de contas no nível mais baixo da cadeia de intermediários tenha direito a receber e exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários, assim como também não interfere na lei que define esses direitos<sup>234</sup>. De qualquer forma, independentemente do que esses direitos sejam, a Convenção garante a sua eficácia perante terceiros, incluindo o intermediário relevante ou o emissor dos valores mobiliários (ou ambos), de acordo com os termos pactuados ou com a lei aplicável<sup>235</sup>.

---

231Os direitos dos titulares de contas estão previstos nos arts. 9 e 10, da Convenção.

232Cf. Convenção, art. 9(1).

233Cf. Convenção, art. 9(1), (a).

234Cf. Convenção, art. 9(1), (c).

235Cf. Convenção, art. 9(2), (a)-(b).

### 2.5.5 Aquisição e transferência de valores mobiliários intermediados

Nos termos da Convenção, a aquisição e a transferência de valores mobiliários intermediados podem ser realizadas por meio de operações de registro escriturais a débito e a crédito<sup>236</sup> do seu titular, ou por outros meios previstos no âmbito da Convenção<sup>237</sup> ou de outra lei<sup>238</sup>. Nesse sentido, muito embora a Convenção não defina o que sejam tais operações (deixado para a lei não Convencional<sup>239</sup>), discrimina as seguintes alternativas para o registro das ações escriturais: primeiro, o titular, dispondo de direito (*interest*) sobre valores mobiliários desmaterializados, deve outorgá-lo para o intermediário relevante por meio de contratação com esse intermediário<sup>240</sup>; segundo, o titular, dispondo de direito (*interest*) sobre valores mobiliários desmaterializados, deve outorgá-lo para outra pessoa por meio de contratação com essa pessoa e de registro designado (*designating entry*)<sup>241</sup> aplicável a esses valores mobiliários desmaterializados na sua respectiva conta escritural<sup>242</sup>; terceiro, o titular, dispondo de direito (*interest*) sobre valores mobiliários desmaterializados, deve outorgá-lo para outra pessoa por meio de contratação com essa pessoa e de acordo de controle sobre tais valores<sup>243</sup>. A Convenção, por fim, além de consolidar os supramencionados métodos de aquisição e de transferência de valores mobiliários intermediários, não impede o Estado contratante de incluir qualquer outro<sup>244</sup>.

### 2.5.6 Insolvência dos intermediários financeiros

Um dos problemas mais urgentes e cruciais no desenvolvimento dos mercados financeiros é o tratamento regulatório da insolvência dos intermediários financeiros, os quais atuam sob diferentes modelos jurídicos, frequentemente incompatíveis entre si (dilema que é agravados pelo desenvolvimento de uma estrutura internacional multinível e com intermediários localizados em diferentes jurisdições). Sistemas jurídicos desuniformes são particularmente indesejáveis no âmbito da insolvência dos intermediários, porque podem

---

236Cf. Convenção, art. 11.

237Cf. Convenção, art. 12.

238Cf. Convenção, art. 13.

239Cf. Convenção, art. 16.

240Cf. Convenção, art. 12(1).

241Cf. Convenção, art. 12(1).

242Cf. Convenção, art. 12(1).

243Cf. Convenção, art. 12(1).

244Cf. Convenção, art. 13.

trazer consequências insuperáveis e demasiadamente gravosas, especialmente para os investidores. Em linhas gerais, a problemática da insolvência do intermediário está ligada a uma série de conflitos de interesse que surgem em decorrência de um conjunto de pretensões antagônicas sobre os ativos que compõem a massa falida; interessa-nos aqui aquelas sobre os valores mobiliários intermediados e que serão disputados entre os seus titulares (isto é, os investidores) e os credores do intermediário.

Há, basicamente, duas formas distintas pelas quais os direitos dos investidores são garantidos: por meio de direitos pessoais/contratuais ou de direitos reais, sendo que, no primeiro caso, em apertada síntese, o investidor terá uma pretensão para ver seu direito realizado e terá de partilhá-la com os demais credores da mesma categoria; no segundo caso, por sua vez, o investidor, que detém um direito *propter rem*, não precisará compartilhar seus direitos com os credores da massa falida, mas terá direta e inequivocamente direito (*entitled*) ao seu reconhecimento. A distinção entre os direitos dos investidores tem se mostrado, portanto, cada vez mais importante; a diferença entre definir um direito como pessoal/contratual ou como real poderá ter como consequência imediata o fato de o seu titular sofrer uma perda substancial ou, pelo contrário, não sofrer os efeitos negativos da insolvência; implica, pois, frequentemente em uma situação de “all-or-nothing” (tudo ou nada)<sup>245</sup>.

Embora a distinção supracitada seja bastante didática e esclarecedora, na prática, a regulação da custódia de valores mobiliários recebeu contornos muito mais complexos entre as diversas jurisdições do globo. De qualquer forma, do ponto de vista teórico e sem qualquer pretensão de exaustividade, a fim de verificarmos algumas distinções básicas entre eles no tocante aos direitos dos investidores, poderíamos tomar como base dois cenários jurídicos contrapostos: i) investidor como proprietário dos valores mobiliários intermediados (“owner of the intermediated securities”), caso em que poderá reivindicar a propriedade e ter direito a entrega (“entitled to delivery”) dos valores mobiliários em espécie (*separatio ex iure domini*), sem conflitos com eventuais reivindicações de credores do intermediário (por isso, tal técnica de proteção é a mais efetiva na garantia dos direitos do investidor); ou ii) investidor como titular de direitos contratuais (“holder of contract rights”), caso em que a solução para a garantia da eficácia dos direitos do investidor se dará por meio de direitos pessoais/contratuais sobre os valores mobiliários, por isso será ele classificado, *prima facie*, como um credor sem garantias (quirografário) no caso de insolvência do intermediário (a despeito disso, estes

---

245GARRIDO, José M.. **The Loss-Sharing Rule in the Insolvency of Financial Intermediaries**. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, p. 781, 2010.

sistemas também têm buscado desenvolver regras especiais para proteger os investidores no caso de insolvência dos intermediários).

Consoante o breve panorama apresentado, pode-se concluir que, em um sistema globalizado, com intermediários operando muitas vezes em múltiplas jurisdições e em cadeias com diversos níveis, um dos maiores riscos no mercado de valores mobiliários intermediados é representado pela insolvência dos intermediários financeiros. Destarte, um dos objetivos mais importantes da Convenção é justamente alcançar a proteção dos investidores, em específico, nesses casos. A proteção do investidor é reforçada, por conseguinte, quando o patrimônio pertencente aos investidores e aquele pertencente aos intermediários é segregado. Esta, aliás, é uma medida muito eficaz e simples que, quando corretamente implementada, evita que os credores do intermediário insolvente possam se apropriar dos valores mobiliários pertencentes aos investidores.

Para evitar problemas inerentes à tentativa de reconciliar as diferentes tradições jurídicas, a Convenção segue estritamente a abordagem funcional e deixa propositadamente lacunas com o objetivo de deixar para a lei nacional a regulação em algumas áreas; evita, por exemplo, tratar da questão da propriedade dos valores mobiliários<sup>246</sup>, referindo-se genericamente sobre a discriminação dos valores mobiliários (*allocation of securities*)<sup>247</sup>, ou melhor, sobre a necessidade de que os valores mobiliários sejam discriminados (*securities are allocated*) como sendo propriedade dos investidores; não pertencendo, portanto, em nenhuma hipótese, à massa falida do intermediário<sup>248</sup>. Sendo assim, não poderão ser distribuídos entre os credores do intermediário<sup>249</sup>. Em linhas gerais, os investidores são protegidos por mecanismos funcionalmente equivalentes, cujo objetivo é impedir que os seus valores mobiliários estejam sujeitos a ações judiciais de credores do intermediário.

A Convenção optou (por meio de uma abordagem funcional) por garantir a eficácia dos direitos (*interests*) dos investidores em detrimento de terceiros com direitos de crédito<sup>250</sup> sobre a conta escritural e sobre outras formas de concessão de garantias (*granting interests*)<sup>251</sup> em relação ao administrador concursal (*insolvency administrator*). Da mesma forma, também optou por garantir a eficácia dos direitos (*interests*) dos investidores em detrimento de

---

246Cf. Convenção, art. 30.

247Cf. Convenção, art. 25.

248Cf. Convenção, art. 25(2).

249Cf. Convenção, art. 2(b).

250Cf. Convenção, art. 50.

251Cf. Convenção, arts. 12 e 13.

credores em qualquer processo de insolvência<sup>252</sup>, inclusive no caso de insolvência do intermediário relevante<sup>253</sup>.

A Convenção inclui, também, princípios-chave que são fundamentais para a resolução de problemas decorrentes da insolvência dos intermediários financeiros, dentre os quais o mais importante é o Princípio da Efetividade de Direitos nos Processos de Insolvência, que visa justamente a proteger o investidor contra pretensões de terceiros no caso de insolvência do intermediário financeiro. A Convenção, ainda, ao estabelecer que “os direitos oponíveis frente a terceiros serão oponíveis frente ao administrador concursal e aos credores em todo o processo concursal”<sup>254</sup>, garante, independentemente das peculiaridades do modelo jurídico que esteja vigendo no caso concreto, particularmente no âmbito do procedimento relativo à insolvência do intermediário financeiro, a efetividade dos direitos dos investidores sobre os valores mobiliários dos quais sejam titulares.

Enfim, os princípios e técnicas ora apresentados respeitam a abordagem funcional da Convenção (que no caso da insolvência dos intermediários se verifica por meio de uma mínima interferência no âmbito do direito falimentar dos Estados membros) e representam uma alternativa viável para o conflito entre os clientes (investidores) e os credores do intermediário.

### 2.5.7 Direitos prioritários

Independentemente de regras e de proteções no âmbito do sistema intermediado, sempre existe a possibilidade de uma parte inocente adquirir direitos (*interest*) sobre valores mobiliários, e estes terem um ônus desconhecido. De qualquer sorte, para incentivar o investimento em sistemas intermediados, a Convenção procurou estabelecer um conjunto claro de regras sobre prioridades entre pretensões conflitantes sobre os mesmos valores mobiliários intermediados<sup>255</sup>, ou seja, há tratamento específico no âmbito da proteção de adquirentes, caso concorram com outras pessoas e sejam *inocentes*, isto é, tenham adquirido o direito (*interest*) sobre valores mobiliários desconhecendo efetivamente ou não tendo condições efetivas de conhecer o direito ou a pretensão concorrente. Assim, por exemplo, em um cenário de um intermediário insolvente que haja um conflito entre o intermediário titular

---

252Cf. Convenção, art 14(1) e (4).

253Cf. Convenção, art 21.

254Cf. Convenção, art. 14

255Cf. Convenção, art. 19.

da conta e o titular de garantias (*interest granted*) concedidas por aquele, este último tem prioridade, a menos que no momento em que o direito (*interest*) tenha sido criado ele sabia ou tinha condições de saber que o direito (*interest*) concedido violava os direitos do titular da conta<sup>256</sup>. O adquirente inocente também é protegido contra invalidades, ineficácias ou registro defeituoso<sup>257</sup>.

### 2.5.8 Regra loss-sharing

A regra da repartição de perdas (*loss-sharing rule*) representa a resposta da Convenção para o problema de insolvência dos intermediários financeiros com algum impacto sobre os investidores. Por meio dessa regra, possibilita-se a distribuição dos danos entre os investidores afetados sempre que houver um déficit financeiro (*shortfall*). Como se verá a seguir, a regra também tem natureza funcional, adaptando-se a sistemas jurídicos com tradições jurídicas muito diferentes e permitindo a integração entre eles – inclusive entre sistemas baseados no direito “pessoal” / “contratual” com aqueles baseados no “real”<sup>258</sup>.

A regra de repartição de perdas (*loss-sharing rule*) normalmente é aplicada depois que o conflito entre investidores e credores do intermediário é resolvido (por meio de qualquer uma das possíveis técnicas apresentadas na seção anterior, que protegem os investidores das reivindicações dos credores do intermediário no caso de insolvência), mas mesmo assim perdura um déficit financeiro (*shortfall*) que impossibilita que os direitos (*interests*) dos investidores sejam inteiramente satisfeitos com os valores mobiliários a eles atribuídos.

O déficit financeiro (*shortfall*) pode resultar de uma série de razões distintas. Se os investidores estão protegidos contra o conflito com credores terceiros, presume-se que não existe confusão entre a massa falida do intermediário e os valores mobiliários atribuídos aos investidores. No entanto, pode ser o caso de os valores mobiliários de um investidor estarem misturados com os de outros investidores (ou mesmo com os do próprio intermediário). Depois de separá-los, poderia haver um déficit financeiro (*shortfall*), que ocasionaria um problema de natureza diferente, isto é, entre os próprios investidores. O dano que o déficit financeiro (*shortfall*) provoca aos investidores precisa, pois, ser solucionado ou distribuído de alguma forma.

O problema do déficit financeiro (*shortfall*) pode ocorrer em todos os modelos legais

---

256Cf. Convenção, art. 20.

257Cf. Convenção, art. 18.

258GARRIDO, *op. cit.*, p. 786-787.

de custódia de títulos intermediados existentes, mesmo naqueles em que os investidores têm direito de propriedade sobre os valores mobiliários e naqueles em que há um sistema especial para segregação dos valores mobiliários de cada investidor. Os exemplos mais óbvios envolvem casos de fraude e negligência: mesmo que o sistema seja projetado para manter os valores mobiliários de cada investidor em contas separadas, não há, na prática, supervisão eficiente a tal ponto que iniba, integralmente, ações fraudulentas ou negligências por parte do intermediário. Por isso, o déficit financeiro (*shortfall*) é um problema que pode potencialmente sempre de ocorrer.

Nesse sentido, a despeito da Convenção manter neutralidade no âmbito do direito falimentar, há disposições fundamentais (na estrita medida do que se considerou necessário) que também combatem problemas do déficit financeiro (*shortfall*). Exige-se, por exemplo, que os intermediários mantenham ou tenham disponível valores mobiliários (intermediados ou não) em número total (ou em quantidade igual ao número total ou em quantidade igual de valores mobiliários) que são creditados nas contas dos titulares<sup>259</sup>, ou seja, os intermediários têm a obrigação de manter em custódia uma quantidade de valores mobiliários tal que corresponda às eventuais pretensões dos investidores. Esta proteção é bastante importante para os titulares de conta, já que lhes servem de garantia, inclusive no caso de falência do intermediário.

A questão da falência é relevante no caso de um déficit financeiro (*shortfall*) porque existe uma relação insuperável entre a responsabilidade do intermediário e sua solvabilidade: sendo solvente, poderá o titular dos valores mobiliários executá-lo e ver a sua pretensão atendida; não o sendo, ganha a Convenção especial importância. Mister destacar, inicialmente, que a Convenção não aborda propriamente o *modus operandi* da responsabilização dos intermediários no caso de um déficit financeiro (*shortfall*), deixando essa tarefa a serviço da lei não Convencional. De qualquer forma, como essa prática envolve uma violação por parte dos deveres do intermediário em relação aos respectivos titulares (a Convenção não permite, pois, que os intermediários excluam-se da sua responsabilidade em razão de negligência grave ou dolo), caberá indenização, a ser estabelecida, então, sob a égide da lei não Convencional do Estado contratante correspondente<sup>260</sup>; aliás, na extensão da lei não Convencional, podem essas obrigações emergir tanto das disposições do próprio contrato da

---

259Cf. Convenção, art. 24(1).

260Cf. Convenção, art. 28.

conta, como das regras uniformes do sistema de liquidação de valores mobiliários<sup>261</sup>.

Agora, caso o intermediário seja insolvente, diagnosticar sua culpa ou estabelecer sua responsabilidade não será o bastante para os investidores prejudicados, já que dificilmente terão seus valores mobiliários de volta; para esses casos, prevê a Convenção a regra de repartição de perdas (*loss-sharing rule*), que tem como consequência jurídica a divisão pelos investidores, na proporção dos seus respectivos valores mobiliários, da perda derivada do déficit financeiro (*shortfall*). A regra, então, só distribui os danos de forma *pro rata*, não protegendo os investidores contra o dano em si; todavia, só de evitar que o investidor não fique sujeito ao regime de partilha compulsória com os credores do intermediário financeiro, esse simples mecanismo já se mostra bastante útil para dar efetividade à proteção dos direitos dos investidores. A regra de repartição de perdas (*loss-sharing rule*), por derradeiro, é complementada por uma lista de regras de boa conduta que intermediário pode adotar a fim de evitar problemas oriundos de um déficit financeiro (*shortfall*), como, por exemplo, a obrigação de discriminar e identificar devidamente a titularidade dos valores mobiliários sob sua custódia<sup>262</sup>.

### 2.5.9 Operações de garantia

As disposições relativas às operações de garantia definem algumas regras básicas sobre direitos de garantia (*security interests*) em relação aos valores mobiliários intermediados. Essas regras não fornecem, todavia, um conjunto tal de direitos e obrigações para que as transações sejam completamente seguras, de tal sorte que os Estados contratantes são livres para, por meio de lei não Convencional, fornecer proteções adicionais para os direitos de garantia (*collateral interests*) em relação aos valores mobiliários intermediados<sup>263</sup>. Tal como acontece com o resto da Convenção, essas regras se limitam aos valores mobiliários intermediados.

Os acordos de garantia, no âmbito da Convenção, são definidos como “acordos de direito de garantia” (*security collateral agreements*)<sup>264</sup> ou “acordos de transferência de garantia” (*title transfer collateral agreements*)<sup>265</sup>. Como a capacidade de executar a garantia é essencial em qualquer sistema de direitos de garantia (*security rights*), a Convenção prevê três

---

261Cf. Convenção, art. 28(3).

262Cf. Convenção, art. 24(2).

263Cf. Convenção, art. 31(2).

264Cf. Convenção, art. 31(3)(b).

265Cf. Convenção, art. 31(3)(c).

métodos pelos quais um beneficiário da garantia recebe ou executa o direito na garantia (*interest in the collateral*) sobre os valores mobiliários intermediados: o beneficiário da garantia pode vender o valor mobiliário dado em garantia, apropriar-se deles ou executá-los por meio de mecanismos de compensação (*of a close out netting provision*)<sup>266</sup>. Este último método aplica-se tanto à transferência do título quanto aos direitos de garantia.

Em razão dos valores mobiliários serem geralmente fungíveis, se forem objeto de um contrato de garantia, o tomador da garantia pode ter o direito de usar a garantia como se o seu próprio patrimônio fosse<sup>267</sup>. Se tal direito é exercido, quando o provedor da garantia for desonerado, surge uma obrigação para substituir os valores mobiliários<sup>268</sup>. Por fim, se o tomador da garantia substituir os valores mobiliários dados em garantia antes de o prestador de garantia ser desonerado, esses valores mobiliários substituídos ficarão sujeitos ao mesmo direito de garantia anterior (*security interest*)<sup>269</sup>.

#### 2.5.10 Definições usadas no âmbito da Convenção

A Convenção se preocupa em trazer, no seu art. 1º, algumas definições-chave na esfera da sua aplicação, que seguem abaixo, em tradução livre do inglês:

- a) por “valores mobiliários” entende-se toda ação, obrigação ou outro instrumento financeiro ou ativo financiero (que não seja em dinheiro), suscetível de ser creditado em uma conta de valores mobiliários e de ser adquirido ou transferido de acordo com as previsões da presente Convenção<sup>270</sup>;
- b) por “valores intermediados” entendem-se os valores mobiliários creditados em uma conta de valores ou os direitos ou os interesses (*interests*) nela creditados<sup>271</sup>;
- c) por “conta de valores” entender-se-á uma conta mantida por um intermediário e na qual se poderá creditar ou debitar valores mobiliários<sup>272</sup>;
- d) por “intermediário” entende-se toda pessoa (incluído um Depositário Central de Valores Mobiliários) que, no desenvolvimento de sua atividade profissional ou habitual, mantém

---

266Cf. Convenção, art. 31(j).

267Cf. Convenção, art. 34(1).

268Cf. Convenção, art. 34(2).

269Cf. Convenção, art. 34(2).

270Cf. Convenção, art. 1(a).

271Cf. Convenção, art. 1(b).

272Cf. Convenção, art. 1(c).

contas de valores mobiliários para ouros, ou para outros e para si próprio, e atua nessa respectiva condição<sup>273</sup>;

e) por “titular de conta” entende-se a pessoa em nome de quem um intermediário mantém uma conta de valores mobiliários, independentemente de tal pessoa atuar por conta própria ou por terceiros (inclusive na condição de intermediário)<sup>274</sup>;

f) por “contrato de conta” entende-se, em relação a uma conta de valores mobiliários, o contrato entre o titular da conta e o intermediário responsável por ela<sup>275</sup>;

g) por “intermediário relevante” entende-se, em relação a uma conta de valores mobiliários, o intermediário que mantém a conta de valores mobiliários para o titular direto<sup>276</sup>;

h) por “processo concursal” entende-se o processo coletivo judicial ou administrativo, incluindo o processo provisório, em que os ativos e as atividades do devedor se submetem ao controle e a supervisão de um tribunal ou de qualquer outra autoridade competente com fins de recuperação ou de falência<sup>277</sup>;

i) por “administrador concursal” entende-se a pessoa (incluindo o devedor objeto de processo concursal sem privação da administração, se aplicável; à semelhança do “debtor in possession” direito americano) autorizada a administrar um processo concursal, inclusive em caráter provisório<sup>278</sup>;

j) entende-se que os valores mobiliários são “de igual classe” a outros, quando tenham sido emitidos pelo mesmo emissor e<sup>279</sup>:

i) pertençam a mesma classe de ações ou de obrigações; ou<sup>280</sup>

ii) quando se tratarem de valores mobiliários que não ações ou obrigações, que estejam expressas na mesma moeda, tenham a mesma denominação e sejam parte da mesma emissão<sup>281</sup>;

k) por “acordo de controle” entende-se o acordo relativo a valores mobiliários intermediado celebrado entre o titular da conta, o intermediário relevante e outra pessoa, ou, quando o direito não Convencional assim preveja, entre o titular da conta e o intermediário relevante, ou entre o titular da conta e outra pessoa, de quem o intermediário relevante receba

---

273Cf. Convenção, art. 1(d).

274Cf. Convenção, art. 1(e).

275Cf. Convenção, art. 1(f).

276Cf. Convenção, art. 1(g).

277Cf. Convenção, art. 1(h).

278Cf. Convenção, art. 1(i).

279Cf. Convenção, art. 1(j).

280Cf. Convenção, art. 1(i).

281Cf. Convenção, art. 1(ii).

notificação, que contenha uma ou ambas das seguintes disposições<sup>282</sup>:

- i) que o intermediário relevante não está autorizado, sem o consentimento dessa outra pessoa, a cumprir as instruções que lhe forem dadas pelo titular da conta em relação aos valores mobiliários intermediados que se refiram ao acordo<sup>283</sup>;
- ii) que o intermediário relevante está obrigado, sem que seja preciso o consentimento do titular de conta, a cumprir as instruções dessa outra pessoa em relação aos valores intermediados que se refere o acordo, nas circunstâncias e nas matérias nele previstas<sup>284</sup>;

l) por “registro escritural” entende-se o registro em conta relativa a valores intermediados a favor de pessoa (incluindo o intermediário relevante) distinta da do titular que, de acordo com contrato da conta, ou acordo de controle, ou regras uniformes de um sistema de liquidação de valores mobiliários, ou direito não Convencional, produza um ou ambos efeitos<sup>285</sup>:

- i) que o intermediário relevante não está autorizado, sem o consentimento dessa outra pessoa, a cumprir as instruções que lhe forem dadas pelo titular da conta em relação aos valores mobiliários intermediados relativos ao registro;<sup>286</sup>
- ii) que o intermediário relevante está obrigado, sem que seja preciso o consentimento do titular de conta, a cumprir as instruções dessa outra pessoa em relação aos valores intermediados relativos ao registro, nas circunstâncias e nas matérias previstas em contrato de conta, acordo de controle ou regras uniformes de um sistema de liquidação de valores mobiliários;<sup>287</sup>

m) por “direito não Convencional” entende-se a legislação vigente no Estado contratante a que se refere o artigo 2, com exceção das disposições do presente Convênio<sup>288</sup>;

n) por “sistema de liquidação de valores mobiliários” entende-se o sistema que<sup>289</sup>:

- i) realiza a liquidação, ou a compensação e a liquidação, das transações sobre valores mobiliários<sup>290</sup>;
- ii) seja operado por um ou vários bancos centrais ou esteja submetido à regulação, supervisão ou regulação por uma autoridade pública ou governamental, em relação as

---

282Cf. Convenção, art. 1(k).

283Cf. Convenção, art. 1(i).

284Cf. Convenção, art. 1(ii).

285Cf. Convenção, art. 1(l).

286Cf. Convenção, art. 1(i).

287Cf. Convenção, art. 1(ii).

288Cf. Convenção, art. 1(m).

289Cf. Convenção, art. 1(n).

290Cf. Convenção, art. 1(i).

- suas normas; e<sup>291</sup>
- iii) tenha sido identificado como responsável pela liquidação de valores mobiliários em uma declaração do Estado contratante cujo direito regule o sistema em razão da redução dos riscos que afetem a estabilidade do sistema financeiro<sup>292</sup>;
- o) por “sistema de compensação de valores mobiliários” entende-se o sistema que<sup>293</sup>:
- i) realize a compensação, mas não a liquidação, das transações sobre valores mobiliários mediante contraparte central ou de outro modo<sup>294</sup>;
- ii) seja operado por um ou vários bancos centrais ou esteja submetido à regulação, supervisão ou vigilância de uma autoridade pública ou governamental em relação as suas normas; e<sup>295</sup>
- iii) haja sido identificado como responsável pela compensação de valores mobiliários em uma declaração do Estado contratante cujo direito regule o sistema em razão da redução dos riscos que afetem a estabilidade do sistema financeiro<sup>296</sup>;
- p) por “regras uniformes” entende-se, em relação a um sistema de liquidação ou de compensação de valores mobiliários, as regras que regulem dito sistema (incluindo sistemas de regras constituídos por disposições do direito não Convencional) que sejam comuns aos participantes ou a uma categoria de participantes e sejam acessíveis ao público<sup>297</sup>.

---

291Cf. Convenção, art. 1(ii).

292Cf. Convenção, art. 1(iii).

293Cf. Convenção, art. 1(o).

294Cf. Convenção, art. 1(i).

295Cf. Convenção, art. 1(ii).

296Cf. Convenção, art. 1(iii).

297Cf. Convenção, art. 1(p).

## CONCLUSÃO

Percebe-se que o Brasil toma medidas para acompanhar o fenômeno da desmaterialização dos valores mobiliários, modernizando diversos aspectos do seu Direito interno. Nesse sentido, pode-se mencionar, por exemplo, que suas bases jurídicas internas acompanharam, por exemplo, a mudança do conceito tradicional de custódia de certificados físicos para um sistema operado por meio de registros escriturais; o próprio tratamento fornecido pela LSA em relação às ações escriturais é uma prova disso. Por outro lado, como também ficou evidente, as mudanças legislativas não são de todo amplas e, por vezes, como é o caso do tratamento dispensando à falência dos intermediários financeiros, traduz-se em riscos jurídicos, que por sua vez, embaraçam um desenvolvimento mais robusto do seu Mercado de Capitais.

Do ponto de vista internacional, percebe-se que a regulação atinente a aspectos da desmaterialização dos valores mobiliários, principalmente quando mantidos de forma intermediada, tem sido uma preocupação difusa. Os quatro modelos apresentados, que, conjuntamente, são responsáveis por uma notável parte das transações mundiais desse tipo de valores mobiliários, evidenciaram, pois, diversas soluções para os problemas da desmaterialização. De qualquer forma, como também examinado ao longo do presente estudo, tais opções jurídicas adotadas são, em grande medida, “insulares”, uma vez que contam com uma série de facetas incompatíveis ou que, pelo menos, tornam as transações transfronteiriças menos seguras e eficientes. Por isso, mesmo que existam avanços notáveis na modernização do âmbito doméstico, se os modelos jurídicos não forem minimamente compatíveis e harmônicos entre si, inúmeras adversidades continuarão sendo verificadas entre as transações “cross-border”.

Há, portanto, debilidades substanciais, tanto no plano do direito doméstico, quanto no plano internacional. Nesse ínterim, a Convenção parece ser uma boa solução, porque não só atualiza o direito material dos Estados, como, e talvez o mais importante, compatibiliza o Direito Comercial Internacional. A opção pela Convenção é salutar, especialmente em razão da sua abordagem, já que cria um quadro universal de direitos e de obrigações que dialoga facilmente dentro do leque de diferentes leis nacionais e, por meio de sua pretensão de alcançar um quadro legal minimamente comum (funcional) entre seus participantes, preza pelas peculiaridades de cada sistema. Percebe-se, dessa forma, que a Convenção soluciona problemas tanto na órbita doméstica quanto na internacional, e, por isso, não só protege com

mais efetividade os investidores nas transações transfronteiriças de valores mobiliários intermediados como também fomenta o próprio investimento nos mercados domésticos. Por derradeiro, conclui-se que a Convenção do UNIDROIT sobre Normas de Direito Material Aplicáveis aos Valores Mobiliários Intermediados propicia boas perspectivas de segurança, eficiência e transparência, sendo uma ferramenta importante para o Mercado de Capitais de futuro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALFÉREZ, Francisco J. Garcimartín. **Direct and Indirect Holging: The Challenge of the Functional Approach.** UNIDROIT. Study LXXVIII. Seminar on Intermediated Securities – Bern, Switzerland (Sem. 1), Appendix 2, 2005.
- ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito.** 2 ed. Tradução de Nicolau Nazo. São Paulo: Saraiva, 1969.
- BELL, Daniel. **The Coming of Post Industrial Society.** São Paulo: Cultrix, 1977.
- BENICKE, Christoph. **Wertpapiervermögensverwaltung.** Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.
- BERNASCONI, Christophe e KEIJSE, Thomas. **The Hague and Geneva Securities Conventions: a Modern and Global Legal Regime for Intermediated Securities.** In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, 2012.
- BULGARELLI, Waldirio. **Os Valores Mobiliários Brasileiros como Títulos de Crédito.** In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 37, 1980.
- \_\_\_\_\_. **Títulos de Crédito.** 11ª Ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- CARVALHO DE MENDONÇA, J. X.. **Tratado de Direito Commercial Brasileiro.** 3ª Ed., Vol. 6, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1955.
- CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo, Saraiva, 2002.
- COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial.** Vol. 1 e 2. 16ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.
- \_\_\_\_\_. **Manual de Direito Comercial.** 14ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003.
- COMBS, Valerie. **The Law of Intermediated Securities: U.C.C. versus UNIDROIT.** Alabama Law Review. Vol. 58. Tuscaloosa: University of Alabama, 2006.
- COMPARATO, Fábio Konder. **O Direito de Subscrição em Aumento de Capital, no Fideicomisso Acionário.** In: Revista da Faculdade de Direito da USP: São Paulo, Vol. 76, jan./dez. 1981.
- CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima.** 3ª ed. Del Rey: Belo Horizonte, 2005.
- COSTA E SILVA, Francisco da. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.** Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.
- DAVID, René. **Os grandes Sistemas do Direito Contemporâneo.** (Les grands systèmes du droit contemporains). 4ª Ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.
- DA COSTA, Philomeno. **Anotações às Companhias.** Vol. I. Revista dos Tribunais: São Paulo, 1980.

DE LUCCA, Newton. **A ação da Sociedade Anônima como objeto de negociação no Mercado de Valores Imobiliários**. In: Cadernos do Conselho da Justiça Federal/Centro de Estudos Judiciários. Brasília: CJF, Vol. 15, 1998.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Limites da função reguladora das Agências diante do princípio da legalidade**. In: Direitos Regulatórios: Temas Polêmicos. Maria Sylvia Zanella Di Pietro (Coord.). Belo Horizonte: Forum, 2003.

DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

DROLL, Thomas. **Ergebnisse der Depotbankenumfrage im Kontext der geplanten OGAW V – Richtlinie**. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank, 2011.

DRUCKER, Peter Ferdinand. **The Age of Discontinuity**. New York: Harper Colophon Books, 1978.

EDWARDS, Paul N. **The Closed World**. MIT Press: Cambridge, 1996.

EIZIRIK, Nelson Laks. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTRELLA FARIA, José Ângelo. **The UNIDROIT Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities: an Introduction**. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, 2010.

GABRIEL, Henry Deeb. **The Application of the Geneva Convention for Intermediated Securities**. In: Macquarie Journal of Business Law. Sydney: Macquarie University. Vol. 9, 2012.

GARRIDO, José M.. **The Loss-Sharing Rule in the Insolvency of Financial Intermediaries**. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, 2010.

JAYME, Erik. **O direito internacional privado do novo milênio**. In: Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito/UFRGS: Porto Alegre, Vol. 1, Nº 1, mar. 2003.

KRONKE, Herbert. **Remarks on the Geneva Securities Convention's Development and its Future**. In: Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues. GULLIFER, Louise e PAYNE, Jennifer (Org.). Oxford: Hart Publishing, 2010.

\_\_\_\_\_. **The Draft UNIDROIT Convention on Intermediated Securities: Transactional Certainty and Market Stability**. In: Current Developments in Monetary and Financial Law. Washington, D.C.: IMF, 2008.

KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo Lamy. **A reforma da Lei de Sociedades Anônimas**. In: Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Conceito de “Security” no Direito Norte-americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 14, 1974.

LÉVY, Pierre. **O que é virtual?** São Paulo: Editora 34, 1996.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O Conceito de Valor Mobiliário**. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 59, 1985.

MARQUES, Claudia Lima. **Confiança no Comércio Eletrônico e a Proteção do Consumidor**. Revista dos Tribunais: São Paulo, 2004.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 36ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

MCCORMICK, Roger. **Legal Risk in the Financial Markets**. 1ª Ed. Oxford: Oxford University Press, 2003.

MCLUHAN, Marshall. **The Gutenberg Galaxy**. Toronto: University of Toronto Press, 2011.

MICHELER, Eva. **English and German Securities Law: A Thesis in Doctrinal Path Dependence**. In: Law Quarterly Review. Londres: Sweet & Maxwell. Vol. 123, abr. 2007.

MOONEY JR. Charles W.. **Private Law and the Regulation of Securities Intermediaries: Perspectives under the Geneva Securities Convention and United States Law**. In: Uniform Law Review/Revue de droit uniforme, Oxford: Oxford University Press, 2010.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial e de Empresa**. Vol. 2. 7ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e VON ADAMECK, Marcelo Vieira. **Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de “fim social”**. In: Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros, 2009.

ORGANIZAÇÃO DOS ESTADOS AMERICANOS. **A necessidade de harmonização e modernização das leis sobre titularidade, transferência e garantia mobiliária**. In: CIDIP-VII, Washington, D.C.: OEA, 2004.

ORLANDO GOMES. **Direitos Reais**. 19ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

PAECH Philipp. **Breaking up the thinking on EU Securities Law**. In: Society and Economy Working Papers 11/2012. Londres: London School of Economics and Political Science, 2012.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo (Coordenadores). **Direito das**

**Companhias.** Vol. I e II. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.

PELUSO, Cezar (org.). **Código Civil Comentado:** doutrina e jurisprudência. Baueri: Manole, 2014.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil.** Vol. IV e VI, Rio de Janeiro: Forense, 2002.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial.** Vol. II. 29ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

ROSENVALD, Nelson e CHAVES DE FARIAS, Cristiano. **Curso de Direito Civil.** Vol 4. 4ª Ed. Salvador: Juspodivm, 2014.

SANT'ANNA, Rubens. **Direito Societário.** Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1988.

TAVARES BORBA, José Edwaldo. **Direito Societário.** 6ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro.** São Paulo: J. Bushatsky, 1979.

THÉVENOZ, Luc. **Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law.** In: Journal of Law, Business & Finance. Stanford: Stanford University, abr. 2008.

UNCITRAL, Hague Conference and UNIDROIT. **Texts on Security Interests.** Vienna: United Nations, 2012.

UNIDROIT. **Explanatory Notes to the Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary.** UNIDROIT STUDY LXVIII, Doc. 19, 2004.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil:** Direito das Sucessões. São Paulo: Atlas, 2013.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial.** Vol. 3. 3ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

VIVANTE Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale.** Vol. 3. 5ª Ed. Milano: Francesco Vallardi, 1924.

YASBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

## LEGISLAÇÃO E NORMA CONSULTADA

Instrução CVM nº 115/1990.

Instrução CVM nº 325/2000.

Instrução CVM nº 387/2003.

Instrução CVM nº 419/2005.

Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários).

Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações).

Lei nº 10.406/2002 (Código Civil).

Lei nº 11.101/2005 (Lei da Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência do Empresária e da Sociedade Empresária).

Lei nº 8.021/1990.

Resolução CMN nº 2.689/2000.