

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO
BRASILEIRO E OS EFEITOS DA PROIBIÇÃO DA
VENDA A DESCOBERTO**

DANIEL CORREIA DE MEIRELES
matrícula nº 111317398

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld

SETEMBRO 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO
BRASILEIRO E OS EFEITOS DA PROIBIÇÃO DA
VENDA A DESCOBERTO**

DANIEL CORREIA DE MEIRELES
matrícula nº 111317398

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld

SETEMBRO 2016

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

*Dedico este trabalho à minha família e amigos,
em especial à minha mãe e à minha namorada, Carolina.*

AGRADECIMENTOS

À Irene, minha mãe, por todo o apoio e dedicação para me fornecer as melhores condições de estudo, e por me apoiar durante toda a minha vida.

À minha avó, Lúcia, por todo o carinho e apoio de sempre.

Ao meu avô, Emílio, que com certeza está olhando por mim todos os dias.

Ao meu padrasto, Marco, por todo o carinho e dedicação na minha formação.

À Carolina, por toda a paciência e apoio durante os últimos sete anos. Sem você nada disso seria possível.

Aos amigos que estiveram comigo em todos os momentos de dificuldade.

Ao meu orientador, Carlos Pinkusfeld, por aceitar essa missão de me orientar, mesmo não sendo um tema da sua área.

RESUMO

Esta monografia pretende explicar o funcionamento do mercado de aluguel de ações, através da análise de sua regulamentação, assim como do comportamento dos investidores no atual cenário brasileiro e a íntima relação da operação de aluguel de ações com as operações de venda a descoberto - amplamente realizadas no mercado financeiro. O presente trabalho se propõe, também, a identificar os impactos gerados pelas operações de venda a descoberto no mercado financeiro como um todo, e as consequências ocasionadas por restrições impostas à realização deste tipo de operação em determinados cenários macroeconômicos.

LISTA DE ABREVIATURAS

BTC – Banco de Títulos da CBLC

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Lei das S.A. – Lei Federal 6.404, de 15 de dezembro de 1976

IOSCO – Organização Internacional das Comissões de Valores

IPO – *Innitial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I: O MERCADO DE CAPITAIS	11
1.1 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	11
1.2 MERCADO PRIMÁRIO X MERCADO SECUNDÁRIO	12
CAPÍTULO II: O ALUGUEL DE AÇÕES	14
2.1 A HISTÓRIA DO MERCADO DE BTC.....	14
2.2 CONCEITO E ESTRUTURA DA OPERAÇÃO.....	14
2.3 TIPOS DE CONTRATOS DE ALUGUEL DE AÇÕES.....	17
2.4 LIQUIDAÇÃO FÍSICA E FINANCEIRA	18
2.5 LIMITE DE POSIÇÕES	19
2.6 PARTICIPANTES	19
2.7 O PERFIL DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE ALUGUEL DE AÇÕES	21
2.8 OS DIREITOS DOS ACIONISTAS	23
2.8.1 Direito de Participar nos Lucros	24
2.8.2 Direito de Voto	25
2.8.3 Direito de Preferência na Subscrição de Ações.....	26
CAPÍTULO III: OS IMPACTOS DO ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO E AS MOTIVAÇÕES PARA A PROIBIÇÃO DE VENDA A DESCOBERTO	28
3.1 IMPACTOS DO ALUGUEL DE AÇÕES	28
3.1.1 Impactos Positivos.....	28
3.1.2 Impactos Negativos	29
3.2 OS EFEITOS DA PROIBIÇÃO DA VENDA A DESCOBERTO.....	30
3.2.1 O Modelo de Miller	32
3.2.2 A percepção de Diamond e Verrechia.....	34
CONCLUSÃO	38
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais aparece como uma ótima alternativa para captação de recursos por parte das empresas, não só no Brasil mas como na maioria dos países do mundo. Diferente de outros métodos tradicionais como a utilização do mercado de crédito, no mercado de capitais, as companhias recebem recursos diretamente dos investidores através de títulos como, por exemplo, as debêntures e as ações. As debêntures são títulos de dívida que fornecem um direito de crédito ao investidor principal¹, enquanto as ações são valores mobiliários que representam uma pequena parte do capital social das empresas.

As ações, para que sejam introduzidas no mercado primário, que é onde ocorre a troca direta de recursos entre os investidores e as empresas, precisam passar por um processo chamado de Oferta Pública Inicial, ou *Initial Public Offer* (IPO), como é conhecido internacionalmente. Posteriormente, após o desenvolvimento do mercado secundário, as ações puderam ser negociadas entre os próprios investidores, sem que haja a participação da empresa responsável pelo lançamento das ações no mercado, o que foi essencial para gerar liquidez aos ativos do mercado primário.

Dentro do mercado de ações, o mercado de aluguel ou empréstimo de ações, como também é conhecido, merece destaque. As primeiras operações ocorreram em meados de 1970, e desde então, com uma maior estruturação e regulamentação mais completa, vem ganhando cada vez mais relevância no mercado financeiro brasileiro e mundial.

As operações envolvendo empréstimos de aluguéis ocorrem, de maneira geral, entre dois participantes principais: os doadores e os tomadores. Os primeiros podem ser caracterizados por investidores que detêm os ativos, e além de não desejarem se desfazer dos mesmos no curto prazo, estão em busca de uma rentabilidade extra nas suas carteiras de ações. O segundo tipo de investidor é representado por aqueles que desejam realizar estratégias de curto prazo como, por exemplo, especular ou arbitrar, com base na realização de operações de “venda a descoberto”.

¹ Títulos Privados: Debêntures. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm>, acesso em 08/08/2016.

Tratando-se de um mercado que pode ser considerado, de certa maneira, recente, não é um tema que possui uma vasta bibliografia, principalmente no mercado brasileiro. Porém, como será analisado e demonstrado ao decorrer do trabalho, o volume de operações de aluguel cresce em grande escala ao longo dos anos e deve ser estudado.

Tendo como marco inicial o mês de Maio do ano de 1996, em que os primeiros dados referentes aos empréstimos realizados foram apurados, e como término o primeiro semestre de 2016, é perceptível o grande aumento no volume das operações realizadas. Para efeito de cálculo, considerando o período de 1997 até 2015, há uma variação positiva aproximada de 159.993,37% no valor movimentado em operações de aluguel de ações.²

O intuito desse trabalho é, inicialmente, abordar os principais pontos sobre o mercado financeiro brasileiro, diferenciando os mercados primário e secundário. No capítulo II será apresentada a história de como se deu a criação e a regulamentação do mercado de empréstimo de ações no Brasil, passando pela estrutura da operação em si, as suas principais regras, características e tipos de contratos, os seus participantes, e como funciona o esquema de tributação. Posteriormente, será explicado como que se dão os direitos de cada acionista durante a operação de aluguel, ou seja, como que os indivíduos tomadores e doadores se comportam durante esse período no que tange à participação nos lucros, o direito de subscrições e o direito ao voto em assembleias.

Ao final das análises supramencionadas, este trabalho irá se debruçar no estudo das motivações para proibição da venda a descoberto. Ressalta-se que a operação de venda a descoberta é um dos principais atrativos para o investidor tomar ações em aluguel, eis que apenas em posse das ações alugadas, consideradas até então sobrevalorizadas, o tomador poderá vendê-las no mercado acreditando na queda de seu preço e recompra-las, posteriormente, pelo valor que considerar como o preço justo, sendo certo que o tomador estará obrigado a realizar a recompra das ações vendidas para devolver ao doador, ao final do contrato de aluguel de ações.

Considerando o cenário exposto, essa discussão encontrará relevância no capítulo III, no qual serão analisadas teorias que descrevem os impactos do empréstimo de ações, assim como da operação de venda a descoberto, ou short selling, como é chamada

² Renda Variável: Volume e Quantidade de Operações. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/volume-e-quantidade-de-operacoes.htm>, acesso em 08/08/2016.

internacionalmente, no mercado financeiro como um todo.

O desenvolvimento de tal estudo ocorre, primordialmente, através da análise das teorias dos principais autores internacionais que trataram do mercado de aluguel de ações, e os seus impactos no sistema financeiro. Dessa maneira, serão abordados estudiosos que analisaram o tema nos últimos 50 anos, em especial Sharpe, passando por Miller até os co-autores Diamond e Verrechia.

CAPÍTULO I: O MERCADO DE CAPITAIS

1.1 O Mercado de Capitais Brasileiro

Quando pretendemos realizar um estudo sobre um sistema econômico, independente de qual seja ele, é imprescindível entender, entre diversos aspectos, como ocorre o funcionamento do seu Sistema Financeiro. Diante disso, considerando o conhecimento acerca de conceitos como consumo, poupança e investimento, pode-se definir Sistema Financeiro como “o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia.”³

De modo a evitar que esse fluxo fosse interrompido, por exemplo, devido a uma falta de poupança gerada pelos agentes econômicos, impedindo que as empresas realizassem novos investimentos e gerassem renda, Instituições Financeiras foram desenvolvidas, segmentando-se de acordo com as suas peculiaridades. Formou assim o Mercado de Câmbio, Mercado Monetário, Mercado de Crédito e o Mercado de Capitais. O foco deste trabalho será o Mercado de Capitais, entretanto devido à importância dos demais mercados, eles serão brevemente apresentados.

O primeiro deles, o Mercado de Câmbio, consiste na permuta entre moedas nacionais e moedas estrangeiras entre qualquer agente econômico que realize operações com o mercado exterior. O segundo tipo de mercado, o Monetário, é caracterizado, de maneira geral, por ser utilizado para o controle da liquidez da economia, através de transferências de recursos financeiros no curto prazo. O Mercado de Crédito, por sua vez, é aquele em que os recursos poupados pelos agentes econômicos, ou seja, pelos agentes superavitários, são concedidos a outros agentes por meio de empréstimos. As instituições financeiras são assim responsáveis por intermediar tal transação, cobrando uma determinada taxa ao agente que está recebendo os recursos dos empréstimos, além de minimizar os riscos através de análises de crédito.⁴

Alguns fatores como o alto custo dos empréstimos, aliado, em alguns casos, por uma simples preferência por outras fontes de captação de recursos por parte das empresas, tornou-

³ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013. Pág 30.

⁴ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013. Pág 32.

se necessário o desenvolvimento do Mercado de Capitais. Nesse mercado, entretanto, diferente do que ocorre no Mercado de Crédito, as instituições financeiras funcionam apenas como prestadoras de serviços, ou sejam, não assumem os riscos das operações. Outro ponto que diferencia esses dois mercados, é o fato de no Mercado de Capitais os investidores emprestarem os seus recursos diretamente para as empresas, por meio da aquisição de títulos, ou valores mobiliários, enquanto no Mercado de Crédito os recursos serem repassados para a instituição financeira, que posteriormente será responsável por realizar o empréstimo para os agentes receptores.⁵

1.2 Mercado Primário x Mercado Secundário

Para que seja possível entender o mecanismo de funcionamento do mercado de capitais é preciso, primeiramente, conhecer a sua estrutura. Com o objetivo de captar recursos para, por exemplo, viabilizar projetos de investimento ou simplesmente para gerar caixa, sem que seja necessário recorrer a financiamentos de grandes bancos e incorrer em altas taxas de juros, muitas empresas acabam por realizar emissões de valores mobiliários no mercado primário, os chamados IPOs (*Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial). Dessa forma, todo ativo financeiro é inserido no mercado de capitais, ou seja, ele é sempre negociado pela primeira vez no mercado primário, que é onde ocorre a troca direta de recursos entre os investidores e as companhias.

Tendo em vista que alguns desses valores mobiliários não apresentam datas de vencimento pré-definidas, ou possuem uma data de vencimento muito longa, o que poderia diminuir o interesse dos investidores nesse tipo de aplicação, tornou-se necessário o desenvolvimento do chamado mercado secundário, responsável por gerar liquidez aos ativos do mercado primário. Nesse cenário, os investidores que adquiriram os seus valores mobiliários no mercado primário, poderiam negociá-los e transferi-los a outros investidores, sem que haja a participação da empresa responsável pela emissão dos ativos em questão, ou seja, haveria apenas uma troca de recursos entre os próprios investidores.⁶

Nesse sentido, é razoável compreender que a existência de um mercado primário robusto e eficiente está inteiramente relacionada à presença de um mercado secundário bem

⁵ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013. Pág 32.

⁶ Mercado Primário. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html>, acesso em 10/05/2016.

desenvolvido. O número de investidores interessados em adquirir ativos de um IPO no mercado primário seria bem reduzido caso estes não pudessem negociar os seus valores mobiliários, e por isso se faz necessário a existência de um mercado organizado que facilite as negociações, fornecendo transparência e segurança no que tange à liquidação das transações.

A partir de então, o quão mais desenvolvido for o mercado secundário de um sistema financeiro, transmitindo confiança aos investidores, mais desenvolvido será o mercado primário, facilitando as estratégias de abertura de capital das empresas. Por todos os motivos já abordados, é fácil perceber que esta relação é extremamente benéfica à economia como um todo. Além de facilitar o acesso das companhias à capitalização por meio da venda de ações, por exemplo, reduz as dificuldades com relação aos processos de Fusões e Aquisições ou *M&A (Mergers and Acquisitions)*, como são chamadas internacionalmente, e estimula a participação de pequenos e médios investidores no mercado de ações.⁷

⁷ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013. Pág 230.

CAPÍTULO II: O ALUGUEL DE AÇÕES

2.1 A História do Mercado de BTC

As primeiras operações que fizeram ser necessário a utilização do empréstimo de ações aconteceram ao longo dos anos de 1970. Na década posterior, após ter sido formulada uma regulamentação mais completa, parte das corretoras estabelecidas no mercado passaram a realizar esse tipo de operação aos seus clientes, sob o argumento de que os alugueis de ações serviriam para reduzir os riscos de liquidação, aumentando a eficiência dos mercados. Em pouco tempo órgãos nacionais e internacionais passaram a apoiar e recomendar a utilização desse tipo de operação no mercado financeiro global.⁸

Após ter identificado a necessidade existente no mercado, e com o objetivo de seguir as recomendações dos órgãos internacionais, foi preciso criar uma estrutura que permitisse promover, com eficiência, as operações de empréstimos de ativos no Brasil. Assim sendo, em 1996, foi criado o Banco de Títulos BTC, ou o serviço de empréstimo de títulos, pela BMF&BOVESPA, responsável por tarefas como o controle de risco, o registro e a liquidação das operações.⁹

2.2 Conceito e Estrutura da Operação

O aluguel de ações (ou empréstimo de ações como também é conhecido) consiste basicamente em um mecanismo em que os investidores que detêm os ativos, os quais não desejam se desfazer no curto prazo, chamados de doadores, os disponibilizam para outros investidores, que serão chamados de tomadores, por meio do pagamento de uma taxa previamente acordada entre ambos. A partir de então, transfere-se a titularidade dos ativos para o investidor responsável por tomar o empréstimo, mesmo que temporariamente, para que esse possa traçar as suas estratégias¹⁰, como a realização da operação de venda a descoberto, por exemplo.

⁸ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 3. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>, acesso em 25/05/2016.

⁹ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 3. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>, acesso em 25/05/2016.

¹⁰Empréstimo de Ações (BTC). Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/emprestimo_acoes.html> Acesso em: 17/06/2016.

Durante o período do contrato de aluguel de ações, o detentor original das ações (doador) deixa de ser acionista da empresa, transferindo os seus direitos como acionista para o tomador, de modo a evitar que uma única ação conceda, por exemplo, direito de voto a mais de um investidor. Dessa forma, é preciso que o doador autorize previamente o aluguel dos seus ativos por meio de um contrato, e ao mesmo tempo em que o tomador do empréstimo recebe o direito de usufruir do ativo como se fosse o detentor original, tem a obrigação de oferecer níveis de garantias determinados pela bolsa de operações, e de devolver os ativos após o término do contrato vigente.¹¹

Com relação à remuneração recebida pelo doador dos ativos, esta é previamente combinada entre os investidores. A taxa cobrada é informada no ato do registro do empréstimo, sendo expressa em percentual anual com capitalização composta em dias úteis. Após o encerramento da operação, os custos são calculados com base no período em que o ativo encontrou-se emprestado, além da taxa de registro de 0,25% ao ano cobrada pela própria BMF&BOVESPA.¹²

Muito se é questionado sobre as razões que impulsionam cada vez mais o número de operações envolvendo o empréstimo de títulos mobiliários. Pela ótica dos controladores do mercado, essa prática é benéfica pois além de aumentar a liquidez do mercado, reduz possíveis riscos de liquidação. Já pelo lado dos investidores, um dos principais motivos é venda a descoberto de ativos considerados, até então, sobrevalorizados pelos participantes do mercado financeiro.¹³

Para que a operação de venda a descoberto se concretize, o investidor precisa realizar a venda dos ativos no mercado à vista, ficando responsável por apresentar as ações dentro do período de liquidação de ações, que ocorre sempre em três dias úteis. Para que seja possível realizar a entrega desses ativos, é preciso que o investidor realize um contrato de empréstimo do mesmo montante ações que foram vendidas, a partir da definição de uma taxa de aluguel em que o pagamento deverá ser realizado ao final do período. Sendo assim, o tomador do empréstimo obterá lucro caso recompre as ações a um preço inferior do que foi originalmente

¹¹ Renda Variável. Perguntas Frequentes. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/perguntas-frequentes.htm>. Acesso em 25/05/2016.

¹²Tarifas 2. Empréstimo de Ativos. BMF&BOVESPA Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/acoes/emprestimo-de-ativos.htm>, acesso em 25/05/2016.

¹³ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 5. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>>. acesso em 25/05/2016.

vendido, após descontar todas as despesas, podendo devolvê-las ao doador do ativo. O mesmo raciocínio é válido quando desejamos analisar o prejuízo da operação, ou seja, caso o investidor recompra as ações a um preço superior do que foi vendido, realizará um prejuízo identificado por essa diferença de preços.

Antes de optar por adotar esse tipo de estratégia, o investidor pode recorrer tanto a análise fundamentalista da empresa, quanto a sua análise técnica, buscando confirmar uma possível tendência de queda no preço do ativo. Por análise fundamentalista, entende-se como o estudo da saúde financeira das companhias, realizando projeções sobre os resultados futuros, além de determinar o preço justo para as ações da empresa. Para que isso seja possível é preciso analisar os indicadores financeiros da empresa, bem como a conjuntura macro e microeconômicas e, a partir da definição desse preço justo é possível identificar se as ações estão sobrevalorizadas ou subvalorizada. A análise técnica, por sua vez, consiste no estudo dos movimentos do mercado, por meio da utilização de gráficos e indicadores matemáticos, com o objetivo de identificar, confirmar e prever possíveis tendências nos preços dos ativos.¹⁴

A prática do aluguel de ações, como qualquer tipo de operação existente no mercado financeiro, apresenta determinado nível de risco. Nesse caso, porém, o maior risco fica por conta do investidor tomador do aluguel, visto que é este que fica exposto a uma possível inadimplência financeira, por conta da flutuação dos preços no mercado. Dessa forma, para que estes riscos sejam minimizados, a BMF&BOVESPA estabelece normas e controles, como por exemplo o estabelecimento de níveis de garantias para a execução das operações envolvendo o empréstimo de ações.

De modo a garantir o perfeito funcionamento do mercado, a BMF&BOVESPA demanda certos níveis de garantias dos investidores tomadores para que as operações possam ser realizadas. Tais garantias podem ser representadas por ativos como moeda corrente, ações que componham o índice Bovespa, títulos públicos ou privados, podendo ser alterados a qualquer momento. Quando os investidores optam por depositar ações em garantia, essas podem sofrer deságios de acordo com o nível de risco que as mesmas representam. Dessa forma, os ativos depositados como garantias ficam retidos pela BMF&BOVESPA, e não na corretora de valores, sendo atualizados em tempo real. O nível de garantia exigido, portanto é referente a 100% do valor dos ativos, somado a um intervalo de margem para cada ativo,

¹⁴ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013.

variando de acordo com os seus respectivos riscos. Os critérios utilizados para efeito cálculo desses riscos não são divulgados, porém sabe-se que são levados em consideração tanto o nível de volatilidade, quanto a liquidez do ativo em questão.¹⁵

2.3 Tipos de Contratos de Aluguel de Ações

A partir do momento em que os investidores decidem realizar o aluguel de ações, as partes encontram a possibilidade de firmar três tipos de contratos diferentes: o contrato padrão, contrato “Callable”, e o fixo.¹⁶

O primeiro tipo de contrato, o padrão ou normal, como também é conhecido, tem como característica o fato de o tomador do aluguel ter o direito de encerrar o contrato antes do vencimento, ou seja, o investidor poderá liquidar o contrato a qualquer momento e ter o custo apenas do período em que foi necessário o aluguel do ativo. Nesse modelo, o investidor que disponibilizou as ações para aluguel não possuirá essa flexibilidade, tendo que cumprir o contrato até o final do vencimento acordado.

O segundo tipo de contrato, o Callable, como é chamado no mercado, permite que tanto o doador quanto o tomador do empréstimo possam encerrar as posições antes da data de vencimento. Dessa forma, assim que o doador desejar a devolução dos seus ativos que estão temporariamente alugados, o tomador deverá devolver os ativos em um período de até quatro dias úteis¹⁷

Por fim, no contrato fixo, ambas as partes ficam restritas a liquidar os empréstimos apenas no vencimento do contrato, mesmo que seja de interesse de ambos o encerramento antes do prazo previsto.

Nos dias de hoje, em nosso país, a maior parte dos contratos é realizada no modelo Callable, flexibilizando as posições de todos os investidores. Entretanto, existem algumas situações em que o contrato Fixo também é bastante requisitado: cenário em que há pouca oferta de determinado ativo para aluguel, e os investidores tomadores dos empréstimos não

¹⁵ Garantias. Valor Mínimo dos Ativos Para Depósito em Garantia. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/garantias/valor-minimo-dos-ativos-para-deposito-em-garantia/>, acesso em 16/07/2016.

¹⁶ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 24. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

¹⁷ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 25. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

querem estar no risco de seus contratos serem previamente liquidados.¹⁸

2.4 Liquidação Física e Financeira

Quando refere-se ao processo de liquidação no mercado de aluguel de ações, podemos identificar dois tipos distintos: a liquidação física e a financeira. A primeira delas consiste na devolução da totalidade das ações ao final do período do contrato. Já a liquidação financeira, que ocorre um dia útil após a liquidação física, por sua vez, consiste no pagamento da taxa de empréstimo que fora acordada pelos investidores no início do contrato, além dos emolumentos cobrados pela BMF&BOVESPA.

Caso a data do vencimento seja atingida e a liquidação física não seja concretizada, ou seja, se o tomador não possuir os ativos necessários para a devolução do empréstimo, a BMF&BOVESPA iniciará o procedimento de inadimplência. Nesse cenário, em um primeiro momento, serão levantadas as garantias depositadas pelo tomador para a realização da operação, além de ser cobrada multa de 0,2% ao dia sobre o valor dos títulos não devolvidos até que a situação seja regularizada.¹⁹

Além disso, caberá ao investidor responsável por tomar o empréstimo, o pagamento de remuneração ao doador até que a devolução dos ativos seja realizada. Sobre esta remuneração considera-se o dobro da taxa cobrada no contrato estabelecido.

Caso a situação ainda assim não seja regularizada, a BMF&BOVESPA será responsável por realizar a recompra dos ativos para que seja possível devolvê-las ao detentor original, utilizando-se das garantias depositadas pelo tomador no início da operação. Em último caso, se a recompra não puder ser realizada devido à ausência de oferta no mercado, a BMF&BOVESPA poderá executar a liquidação financeira da operação com base em alguns critérios. A cotação utilizada para a realização desse procedimento corresponderá ao maior valor obtido diante da média das cotações médias à vista, verificadas nos últimos trinta pregões ou a cotação média à vista verificada no dia do vencimento da operação de empréstimo.²⁰

¹⁸ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 24. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

¹⁹ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 17. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>>, acesso em 31/05/2016.

2.5 Limite de Posições

Para que seja possível obter um mercado em perfeito funcionamento, sem que haja uma concentração abusiva de posições de alugueis em aberto por parte dos tomadores, foram estabelecidos certos limites quando nos referimos ao empréstimo de ações. De acordo com a Instrução CVM 283/98, a BMF&BOVESPA estabeleceu certos limites, a partir da quantidade de ações em circulação no mercado. Foram definidos da seguinte maneira:

- Investidor: o total das posições não pode ser maior do que 3% das ações em circulação no mercado;
- Intermediário: o total das posições não pode superar 6,50% das ações em circulação no mercado; e
- Mercado: o total das posições não pode ser maior do que 20% das ações em circulação no mercado.

Estes limites são acompanhados diariamente pela BMF&BOVESPA. Caso seja identificada alguma irregularidade, poderá ser solicitado o encerramento das posições em aberto.²¹

2.6 Participantes

Para que seja possível realizar tanto o empréstimo de ações quanto a operação de venda a descoberto é fundamental a presença de determinados participantes e um agente do mercado financeiro brasileiro, de modo a minimizar os riscos operacionais existentes, como as falhas na liquidação. Sendo assim, podemos destacar: a BMF&BOVESPA, os Agentes de Custódia, corretoras, agentes de compensação, e, é claro, os investidores finais.

Em um primeiro momento, é importante destacarmos a atividade realizada pela BMF&BOVESPA como contraparte central das operações de aluguel de ações. Segundo informações disponibilizadas pela própria Bolsa de Valores, encontramos a seguinte definição:

“... a BM&FBOVESPA atua como contraparte central de todas as operações, adotando para isso rígidos critérios de controle de riscos e regras

²⁰ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 17. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>>, acesso em 31/05/2016

²¹ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 8. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>>, acesso em 31/05/2016.

para o correto funcionamento do mercado: limites operacionais; chamada de garantias do tomador e seu recálculo em base diária; execução de garantias do tomador no caso de não devolução dos títulos quando do vencimento da operação; emissão de ordem de compra para que os ativos devidos sejam adquiridos no mercado; e aplicação de multa diária ao tomador inadimplente.”²²

Além de todas as funções observadas acima, a BMF&BOVESPA, que atua como contraparte das operações, é responsável também por garantir o anonimato dos investidores, não realizando nenhum tipo de vínculo entre os investidores responsáveis pelas operações de empréstimo de ativos, conforme a Instrução CVM 441²³. Dessa forma, apesar de as operações de aluguel de ações serem divulgadas pela BMF&BOVESPA no dia útil seguinte, o fato de os negócios serem realizados, em grande parte, no mercado de balcão, é possível identificar o motivo da falta de transparência no que tange à formação das taxas de alugueis praticadas pelos demais participantes do mercado.

Entre os Agentes de Custódia, podemos considerar os bancos comerciais e de investimento, e as corretoras e distribuidoras de valores, tendo a sua definição da seguinte maneira:

“São instituições que se utilizam do serviço da Central Depositária de Ativos da BM&FBOVESPA na guarda dos ativos mobiliários. Assim, tornam-se responsáveis pela administração de sua conta própria e de seus clientes perante a BM&FBOVESPA. Os agentes de custódia são as corretoras, distribuidoras de valores e os bancos comerciais, múltiplos e de investimento. Como alternativa de controle, há a centralização da custódia e administração desses ativos em um único agente. Os agentes de custódia podem registrar ofertas doadoras diretamente de sua conta própria ou de seus clientes.”²⁴

As corretoras também podem ser consideradas essenciais para que o mercado de aluguel de ações consiga funcionar, visto que além delas serem responsáveis pela intermediação no que tange ao empréstimo dos títulos, elas também intermediam operações em praticamente todos os segmentos da bolsa. Da mesma forma, segundo a definição exposta pela própria BMF&BOVESPA:

²² Capítulo 5 – Mercado de Capitais, Apostila PQQ. Associação BM&F. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQQ_Cap_05_V2.pdf> Acesso em: 20 de Julho de 2016

²³ Instrução CVM 441. 2006, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst441.html>> , acesso em 10/04/2016.

²⁴ Capítulo 5 – Mercado de Capitais, Apostila PQQ. Associação BM&F. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQQ_Cap_05_V2.pdf> Acesso em: 20 de Julho de 2016

“As corretoras são as instituições que realizam a intermediação dos negócios nos vários segmentos da Bolsa. A aproximação entre as partes das operações de vários mercados (doadores e tomadores, no caso do empréstimo) proporciona credibilidade, segurança e liquidez ao mercado como um todo. A legislação atual sobre empréstimo, Instrução CVM 441, obriga a intermediação das operações de empréstimo pelas corretoras e distribuidoras de títulos.”²⁵

Os agentes de compensação, por outro lado, como o próprio nome já diz, são responsáveis pela liquidação dos negócios realizados na Bolsa de Valores. Para que a instituição possa atuar com esse tipo de responsabilidade é preciso que sejam aceitos e cumpram as exigências definidas pela BMF&BOVESPA.

Por fim, quando nos referimos aos investidores finais, os quais podem ser pessoas físicas ou jurídicas, que precisam de intermediação para executar as suas operações, como segue:

“Atendendo à legislação brasileira, as instituições ou pessoas jurídicas que tenham atividades de custódia, emissão, distribuição, liquidação, intermediação, negociação ou administração de títulos deverão manter o registro de todas as operações realizadas, bem como as informações cadastrais, em nome dos clientes finais. Essa determinação busca tornar mais efetiva a supervisão do mercado como um todo. Os investidores podem ser identificados como pessoas físicas, jurídicas, instituições financeiras, corretoras, ou seja, qualquer indivíduo ou instituição que aplica recursos com expectativas de ganhos. Os investidores finais, por sua vez, representam os participantes que se utilizam de intermediários para a realização de negócios, ou seja, a ponta final das partes das operações. O empréstimo de ativos é destinado aos investidores em geral.”²⁶

2.7 O Perfil dos Investidores no Mercado de Aluguel de Ações

Considerando que todas as operações de aluguel de ações possuem registro na BMF&BOVESPA, algumas informações tornam-se importantes para que seja possível identificar o perfil dos investidores que participam desse tipo de mercado. Sendo assim, com base na análise dos dados dos últimos 19 anos, ou seja, a partir de 1997, podemos definir quais são os investidores que mais realizam operações nesse mercado, e como as suas participações são influenciadas pelos aspectos macroeconômicos, como em um período de

²⁵ Capítulo 5 – Mercado de Capitais, Apostila PQO. Associação BM&F. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf> Acesso em: 20 de Julho de 2016

²⁶ BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, pág. 17. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-Br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>>, acesso em 31/05/2016

grande crise econômica mundial, como a ocorrida no ano de 2008.

No que tange aos investidores responsáveis por disponibilizarem seus ativos para aluguel, ou seja, os doadores dos ativos, podemos definir como os principais participantes desse mercado, com base na análise dos dados ao longo dos anos: as pessoas físicas, os fundos mútuos, os fundos de Previdência Social e os investidores estrangeiros. Nesse cenário, vale ressaltar a importância que o investidor pessoa física vem ganhando ao longo dos anos, se tornando o terceiro maior participante do mercado de doadores de ações para aluguel. Um grande fator para que esse tipo de investidor tenha conquistado essa posição é o risco bastante reduzido presente nesse tipo de operação, já que os tomadores do aluguel de ações são obrigados a devolvê-las aos seus proprietários, atraindo cada vez mais os investidores pessoa física.

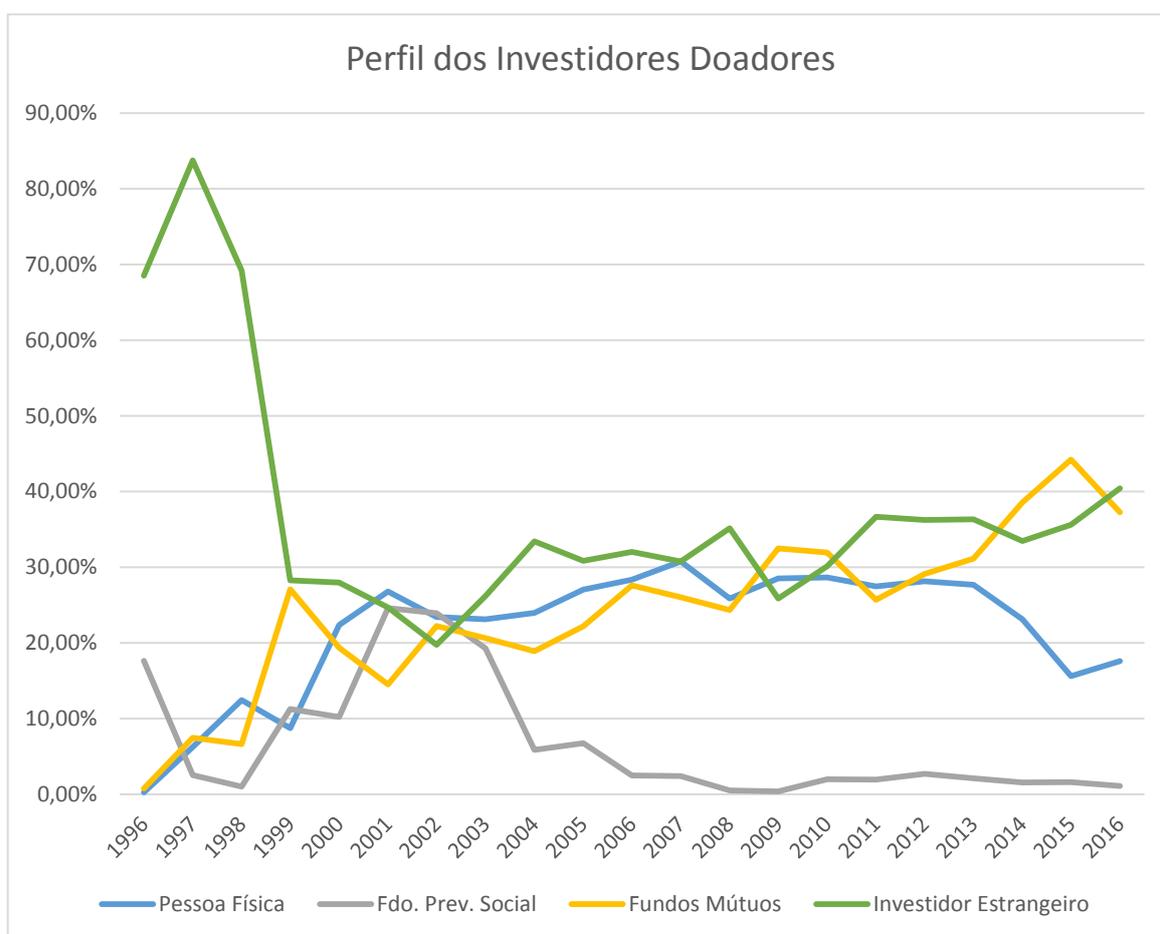


Gráfico elaborado pelo autor, com base em dados divulgados pela BMF&Bovespa.²⁷

²⁷ Renda Variável. Participação dos Investidores. BMF&BOVESPA, 2016. Disponível em : <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/participacao-dos-investidores.htm>. Acesso em 01/06/2016.

Sobre o mercado dos tomadores de aluguel de ações, verifica-se um cenário bem diferente. Por conta do alto risco presente nas operações, os investidores pessoas físicas têm sua participação reduzida, abrindo mais espaço para os investidores estrangeiros e os grandes fundos de investimento. Podemos comprovar tal fato através do gráfico abaixo:

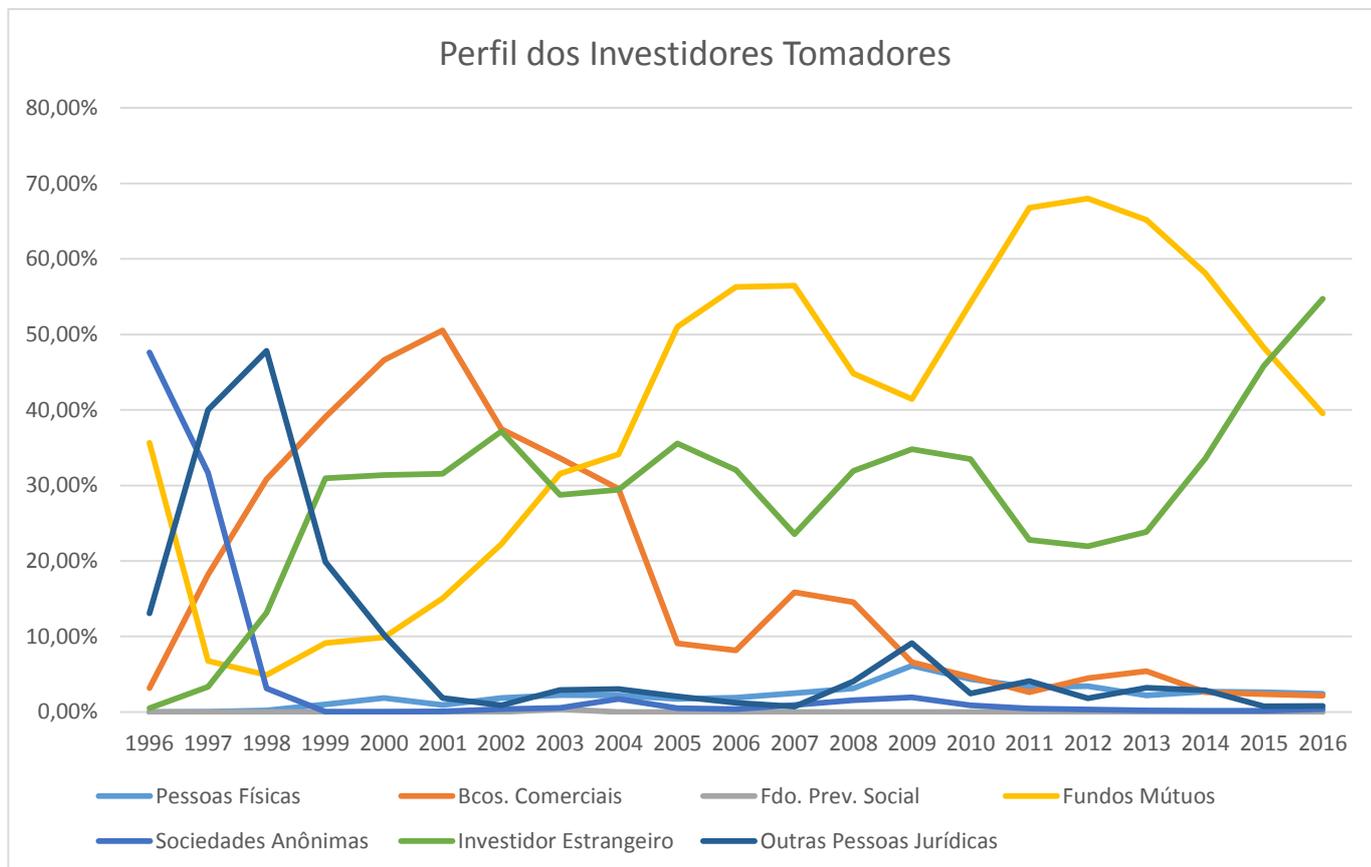


Gráfico elaborado pelo autor, com base em dados divulgados pela BMF&Bovespa.²⁸

2.8 Os Direitos dos Acionistas

A operação denominada aluguel de ações implica na transferência de domínio e de propriedade dos valores mobiliários ao tomador. Sendo assim, o doador transfere ao tomador os direitos de usar, dispor e fruir, atribuídos ao titular das ações, agindo o último como verdadeiro dono das ações.

Ressalta-se que a transmissão de direitos inerentes à titularidade acionária ao tomador

²⁸ Renda Variável. Participação dos Investidores. BMF&BOVESPA, 2016. Disponível em : <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/participacao-dos-investidores.htm>. Acesso em 01/06/2016.

compõe o próprio objeto do aluguel de ações e terá efeitos até a liquidação do aluguel de ações. Se assim não fosse o tomador não poderia vender as ações enquanto estivessem alugadas e a operação perderia sua finalidade lucrativa. Na perspectiva inversa, registra-se que o doador estará impedido de realizar quaisquer movimentações referente às ações tomadas em aluguel de ações.²⁹

Neste contexto, os principais direitos garantidos aos acionistas impactados pelo aluguel de ações, bem como suas repercussões práticas serão analisados a seguir.

2.8.1 Direito de Participar nos Lucros

Em decorrência da transferência de titularidade das ações, em tese, o direito de participar nos lucros passaria a ser do tomador – titular das ações na data da declaração de distribuição de dividendos em assembleia geral.³⁰

Entretanto, considerando que o recebimento de dividendos é o principal direito patrimonial conferido ao acionista, a Instrução CVM 441 tratou em seu artigo 10 de atribuir às entidades prestadoras do serviço de aluguel de ações a obrigação de transferir ao doador o montante devido em razão da distribuição de dividendos, conforme segue:

“Ressalvadas as disposições dos contratos de empréstimo, as entidades prestadoras desse serviço são responsáveis, perante os titulares dos valores mobiliários emprestados, pela sua reposição e a dos eventuais direitos a estes atribuídos no período de empréstimo, não se estabelecendo qualquer vínculo entre os mutuantes e os tomadores de empréstimo.”

Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, os intermediários de operações de empréstimo de valores mobiliários incorrem nas mesmas responsabilidades a eles atribuídas na intermediação de operações com valores mobiliários.” (Grifo meu)

Para evitar dúvidas, os Procedimentos Operacionais formulados pela BM&FBOVESPA determina que os dividendos deverão ser reembolsados pelo tomador ao doador. Deste modo, é provisionado ao doador montante equivalente ao valor dos dividendos pagos pela companhia ao tomador na data da declaração em assembleia, até a data do efetivo

²⁹ Conforme entendimento do Colegiado da CVM: Processos Administrativos CVM nº 2011/0304, 2012/0249, 2012/1312.

³⁰ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 49. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

pagamento pela companhia.³¹

Nesse cenário, no momento que os dividendos são pagos aos acionistas a instituição custodiante está obrigada a debitar da conta do tomador os proventos recebidos e creditar na conta do doador, em cumprimento às regulamentações de mercado supracitadas.

A especial preocupação das entidades reguladoras do mercado com relação ao direito da participação nos lucros revela a notória importância desse direito. Isto porque, por ele se justifica a aquisição de ações de uma companhia.

2.8.2 Direito de Voto

O direito de voto, apesar de poder ser suprimido por decisão dos acionistas em caso de troca por alguma vantagem patrimonial ou preferência na emissão de ações preferenciais, é de extrema relevância para os fins políticos da companhia. Através do voto proferido em assembleia geral o acionista é capaz de participar para a formação da vontade social.

Como visto acima, o aluguel de ações acarreta na transferência da propriedade das ações. Sendo assim e considerando que “*o direito de voto conferido pela ação cabe, em princípio, ao proprietário desta*”³², conclui-se que o direito de voto passa a ser do do tomador das ações.

Em análise sobre o tema, Fernanda Schahin esclarece a vigência e o devido exercício do direito de voto e participação de assembleias no âmbito da operação de aluguel de ações³³:

“... enquanto o contrato estiver em vigor, o doador do empréstimo perde os direitos políticos intrínsecos à titularidade de uma ação. As prerrogativas de votar e participar de assembleias somente são permitidas ao titular da ação, no caso o tomador do empréstimo ou o terceiro a quem a ação tenha sido posteriormente alienada, de modo a evitar que uma determinada ação proporcione mais de um voto³⁴.”

³¹ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 50. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

³² REGO, Marcelo Lamy. Direitos dos Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

³³ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 58. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016

³⁴ SCHAHIN, Fernanda Kehdi. Vendas a Descoberto no âmbito do Empréstimo de Ações: estudo do modelo regulatório brasileiro. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Malheiros, n. 49,

Por fim, para evitar quaisquer dúvidas, a área técnica da CVM manifestou-se sobre a titularidade do direito de voto, por meio do MEMO/CVM/SEP/GEA- 4/Nº099/06³⁵, o qual dispõe o seguinte: “*Na medida em que as ações sob aluguel conservam seus atributos originais, o tomador, durante a vigência do contrato, detém a condição de sócio da Companhia, podendo exercer direito de voto que a elas for inerente.*”

Ressalta-se que o tomador configura como acionista por prazo determinado e, não goza das vantagens relativas à distribuição de dividendos, os quais são devidos ao doador. Sendo assim, o tomador não possui qualquer interesse de longo prazo na companhia e poder-se-ia imaginar situações nas quais o voto proferido pelo tomador fosse contrário ao interesse social.

A atuação do tomador nas decisões sociais desperta a preocupação também de estudiosos norte-americanos. Nesse sentido, destacam-se HENRY T. C. HU e BERNARD BLACK, os quais em sua obra³⁶ alertam: “*In an extreme case, an investor can vote despite having negative economic ownership, which gives the investor an incentive to vote in ways that reduce the company’ share price.*”³⁷

Ainda assim, cabe registrar que no Brasil, o que se observa no mercado é a prática de tomar ações em aluguel para vender as ações ou cobrir posições descobertas e não o intuito dos tomadores em participar das decisões sociais.

2.8.3 Direito de Preferência na Subscrição de Ações

O direito de preferência para subscrição de novas ações, emitidas em razão de um aumento de capital, é garantido ao acionista na proporção do número de ações que possuir. Nesse sentido, o acionista tem a possibilidade de adquirir as novas ações para manter a proporção que detém no capital social da companhia. O exercício do direito de preferência depende da manifestação do acionista que deverá subscrever as novas ações e pagar pelo seu preço de emissão.

ano 13, p. 57, jul/set, 2010.

³⁵ Datado de 23.10.2006.

³⁶ HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The Vote Buying: Empty Voting and Hidden Ownership. Southern California Law Review, Vol. 79, 2006, p. 811. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904004>, acesso em 14/06/2016.

³⁷ Tradução literal: Imaginando-se uma situação extrema, um investidor, com interesse econômico negativo na companhia, poderia, inclusive, votar nas deliberações sociais de forma a reduzir o preço da ação da companhia. Ibidem, p. 815. LOPES, Marília Carneiro da Cunha. *Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas*. Rio de Janeiro, 2014. Página 50. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016

Sendo certo que, em regra, o direito de preferência é garantido ao proprietário da ação, nos resta analisar a legitimidade no âmbito do aluguel de ações. Isto pois com a transferência das ações por meio da operação de aluguel de ações, o titular do direito passaria a ser o tomador. Entretanto, a BM&FBOVESPA decidiu que o doador poderá subscrever as ações que teria direito, via BTC. Tal garantia visa que o doador não seja prejudicado em razão de eventual aumento de capital e sua participação no capital da companhia não seja diluída, desde que manifeste o seu interesse em tempo oportuno para subscrever as novas ações.³⁸

Dessa forma, segundo estudiosos do direito sobre a finalidade buscada pela BM&FBOVESPA:

“... a BM&FBOVESPA pretendeu evitar que o doador fosse diluído por conta da operação de aluguel de ações. Isto é, a fim de manter o estímulo às partes doadoras em realizar tais operações, a BM&FBOVESPA estabeleceu mecanismos para garantir que, independentemente de perder de forma temporária a propriedade das ações, o mutuante possa manter alguns direitos inerentes à titularidade da ação: tais como o direito de preferência legal”³⁹.

³⁸ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 51. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

³⁹ LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Página 51. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

CAPÍTULO III: OS IMPACTOS DO ALUGUEL DE AÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO E AS MOTIVAÇÕES PARA A PROIBIÇÃO DE VENDA A DESCOBERTO

3.1 Impactos do Aluguel de Ações

A operação denominada aluguel de ações e seus efeitos é objeto de constante discussão entre estudiosos. Isto ocorre devido à presença de duas correntes de pensamento que avaliam os impactos gerados por esse tipo de operação, sendo eles positivos ou negativos.

É importante destacar que a operação de venda a descoberta é um dos principais atrativos para o investidor tomar ações em aluguel, visto que apenas através do aluguel das ações, consideradas até então sobrevalorizadas, o tomador poderá realizar a venda das mesmas no mercado à vista acreditando na queda de seu preço para, posteriormente, recompra-las pelo valor que considerar como o preço justo. Sendo assim, o tomador do empréstimo obterá lucro caso recompre as ações a um preço inferior do que foi originalmente vendido.

Para fins de clareza, venda a descoberto (em inglês, short selling) pode ser definida como atuação de investidor no mercado financeiro que vende ação que não possui, isto é ação que foi apenas tomada em aluguel, esperando a redução de seu preço no mercado para então compra-la de volta e restituir o doador.

3.1.1 Impactos Positivos

Quando nos referimos aos impactos gerados pelas operações de venda a descoberto, uma das primeiras consequências que são levantadas durante uma discussão é o forte aumento da força vendedora nos ativos, levando a uma conseqüente desvalorização dos ativos em questão. Isto ocorre pois a partir do momento em que a força vendedora prevalece sobre a força compradora os ativos começam a ser negociados em patamares inferiores, de acordo com a lei da oferta e demanda. Entretanto, é importante destacar que podem ocorrer inúmeros benefícios ocasionados por esse tipo de estrutura, alguns deles sendo até motivo de incentivo por parte de órgãos internacionais para que os investidores utilizassem mais esse tipo de operação.

Além de uma possível contribuição positiva para a eficiência do mercado, visto que a venda a descoberto é capaz de eliminar, ou ao menos reduzir, distorções nos preços das ações consideradas até então sobrevalorizadas, um dos principais benefícios que podem ser gerados por esse tipo de operação é inviabilizar manipulações de mercado que buscam aumentar, mesmo que artificialmente, os preços dos ativos.⁴⁰

Somado a esse ponto, o aumento da liquidez das ações, reduzindo os riscos de liquidação no mercado e a redução da possibilidade de formação de bolhas no mercado financeiro são outros aspectos positivos levantados nas discussões sobre os possíveis impactos ocasionados pela utilização da venda a descoberto (também chamado de short selling)⁴¹:

“Os membros do Comitê Técnico notam que operações de short selling desempenham um papel importante e benéfico ao mercado por diversas razões, incluindo a formação mais eficiente de preços, a mitigação de bolhas no mercado, o aumento de liquidez, facilitando o uso do hedging e outras atividades de administração de riscos, e, mais importante, limitando manipulações de mercado para elevar artificialmente os preços.”⁴²

Aliado a esses possíveis impactos positivos gerados ao mercado como um todo e ao seu bom funcionamento, a prática do aluguel de ações também pode ser benéfica aos investidores individualmente. A disponibilização dos ativos para aluguel, por parte dos investidores, está se tornando uma prática cada vez mais comum, podendo ser caracterizada como uma excelente fonte de renda extra, sem a existência de riscos excessivos para os doadores dos ativos.

3.1.2 Impactos Negativos

Ao mesmo tempo em que a venda a descoberto pode ser responsável por diversos benefícios ao mercado financeiro como um todo, tal operação também pode ser capaz de causar certos receios por parte dos principais órgãos reguladores do mercado, principalmente em períodos de crise. Nesse sentido a Comissão de Valores Mobiliários, em meio à crise econômica mundial deflagrada em 2008, publicou o comunicado feito pela Organização Internacional das Comissões de Valores (a IOSCO) para registrar iniciativas adotadas por

⁴⁰ Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>, acesso em 29/07/2016.

⁴¹ Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>, acesso em 29/07/2016.

⁴² Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>, acesso em 29/07/2016.

reguladores de valores mobiliários nos países membros do Comitê Técnico da IOSCO, em resposta ao agravamento da crise que atingiu os mercados financeiros.⁴³

Se por um lado a venda a descoberto pode tornar a formação de preços no mercado mais eficiente, por outro, ela pode acarretar em uma maior volatilidade das ações em um determinado período economicamente sensível.

Considerando um cenário em que o nível de confiança no mercado por parte dos investidores não está muito elevada, as operações de venda a descoberto podem ocasionar grandes impactos negativos ao mercado financeiro:

“...operações de short selling podem ser problemáticas em períodos de perda de confiança no mercado. Por exemplo, no contexto de uma crise de crédito onde instituições solventes enfrentam dificuldades de liquidez, a queda no preço de suas ações em razão de operações de short selling pode levar a uma redução ainda maior no crédito para essas instituições, podendo até mesmo levá-las à insolvência.”⁴⁴

3.2 Os efeitos da proibição da Venda a Descoberto

Conforme demonstrado acima, muito se é discutido acerca dos impactos gerados pela prática do aluguel de ações nos mercados financeiros de todo o mundo. A percepção de que essa operação possa ser prejudicial à saúde dos mercados internacionais já acarretou diversas proibições de operações de venda a descoberto. Um dos casos mais recentes e famosos na história ocorreu durante a crise de 2008 na economia norte-americana, como pode ser percebido pelos relatos de um dos principais meios de comunicação do país, o jornal The New York Times:

“The Securities and Exchange Commission issued a temporary ban on short sales of 799 financial stocks on Friday, a move against traders who have sought to profit from the financial crisis by betting against bank shares.

The temporary ban, intended to bring calm to the markets, follows similar action by Britain on Thursday.

⁴³ Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>, acesso em 29/07/2016.

⁴⁴ Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>, acesso em 29/07/2016.

The S.E.C. said the “temporary emergency action” would “protect the integrity and quality of the securities market and strengthen investor confidence. (...)

Short selling — a bet that a stock price will decline — is the practice of selling stock without owning it, hoping to buy it later at a lower price and thus make a profit.

It has often been blamed for forcing prices down in times of market stress, but the level of anger has intensified as the American government has been forced to bail out major financial institutions and the leaders of some investment banks have asked for action to protect their shares.”⁴⁵

A existência de divergência de opiniões a respeito da prática da venda a descoberto pode ser facilmente identificada em tal notícia – ao mesmo tempo em que muitos investidores acreditam que essa prática pode gerar danos graves às ações das companhias em período de estresse do mercado financeiro, existem aqueles que, utilizando dados estatísticos, comprovam que as medidas de proibição dessa atividade são maléficas ao funcionamento de mercado eficientes além de não diminuírem possíveis quedas nos preços das ações, como pode ser identificado no seguinte trecho da reportagem:

“Opponents of short selling believe that it can force share prices down and destroy confidence in a company that might otherwise survive. Regulators have long thought that the practice was crucial for efficient markets to function, but earlier this year the S.E.C. imposed temporary limits on short selling of some financial stocks. Financial share prices rallied when those limits were announced but fell during the period in which the rule was in effect.”⁴⁶

Ao longo de toda história econômica mundial de modo a tentar identificar os possíveis impactos ocasionados pela prática de aluguel de ações e das operações de venda a descoberto, diversos modelos teóricos foram desenvolvidos. Um dos primeiros autores que exerceram influência no mercado ao escrever sobre o tema foi William Forsyth Sharpe em 1964.

O autor utilizou-se de dois pressupostos para derivar as condições de equilíbrio de mercado, a partir do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF), ou Capital Asset Pricing Model (CAPM) como é conhecido nos demais países: uma taxa de juros semelhante em que todos os investidores tomam ou emprestam os seus recursos, e a existência de

⁴⁵ BAJAJ, Vikas; BOWLEY, Graham. S.E.C. Temporarily Blocks Short Sales of Financial Stocks. The New York Times, Sep. 19, 2008. Disponível em <http://www.nytimes.com/2008/09/20/business/20sec.html?_r=0>, acesso em 30/05/2016.

⁴⁶ BAJAJ, Vikas; BOWLEY, Graham. S.E.C. Temporarily Blocks Short Sales of Financial Stocks. The New York Times, Sep. 19, 2008. Disponível em <http://www.nytimes.com/2008/09/20/business/20sec.html?_r=0>, acesso em 30/05/2016.

expectativas homogêneas.

Considerando esses dois pressupostos, os investidores acabariam por ter a mesma opinião sobre as diversas alternativas de investimentos e os seus retornos esperados. Diante disso, com base no pressuposto de expectativas homogêneas, segundo Sharpe, não haveria investidores realizando operações de venda a descoberto, visto que isto resultaria em um investimento no qual o doador e o tomador estariam em divergência quanto ao modelo, em busca de diferentes retornos esperados.⁴⁷

Sharpe passou então a adotar em seu modelo o pressuposto de expectativas heterogêneas, ou melhor, deixou de utilizar o pressuposto anterior de expectativas homogêneas.⁴⁸ A partir desse momento, seria possível que os investidores esperassem retornos financeiros diferentes, ou seja, cada um, através de suas expectativas, dos preços dos ativos e das taxas de juros praticadas, possuiria uma cesta ótima de ativos, incluindo as operações de vendas a descoberto. O autor conclui, entretanto, que apesar desse modelo ser mais amplo, modelos que tentam abranger todas as situações acabam sendo inúteis⁴⁹. Para ele, o modelo que utiliza o pressuposto de expectativas homogêneas refletiria as práticas da maioria dos investidores, ou seja, ao mesmo tempo que o autor é responsável por ser o pioneiro ao introduzir uma discussão sobre a utilização da estratégia de venda a descoberto e os seus impactos no mercado, ele não apresenta nenhuma posição mais concreta sobre o tema.

Os modelos seguintes não apenas incorporam a heterogeneidade de expectativas como discutem basicamente limitações das vendas a descoberto e seus efeitos. Essa discussão, que tem como base a hipótese de funcionamento de um mercado perfeito, em que não haveria espaço para bolhas econômicas, se encontra inserida de forma conjunta nas referências que discutiremos.

3.2.1 O Modelo de Miller

O primeiro autor a incorporar a heterogeneidade de opiniões e discutir profundamente os resultados gerados pelas restrições à operação de venda a descoberto foi Edward McCarthy Miller. O modelo desenvolvido pelo autor tem como base uma empresa que realiza a abertura de capital, ou uma Oferta Pública Inicial (IPO como é conhecido em inglês) de um determinado número de ações, e que por ter um retorno do investimento incerto, acaba

⁴⁷ SHARPE, W. F. *Portfolio Theory and Capital Markets*. 1ª. ed. New York: McGraw-Hill, Inc, 1970. 316 p. 104.

⁴⁸ SHARPE, W. F. *Portfolio Theory and Capital Markets*. 1ª. ed. New York: McGraw-Hill, Inc, 1970. 316 p. 105.

⁴⁹ SHARPE, W. F. *Portfolio Theory and Capital Markets*. 1ª. ed. New York: McGraw-Hill, Inc, 1970. 316 p. 112.

atraindo uma quantidade de investidores superior à oferta de ações. Dado que as ações são destinadas àqueles que oferecem os maiores preços, e que, por sua vez, representam uma pequena parcela do total de investidores, o preço do IPO acaba por ser maior do que o preço médio das ofertas dos participantes. Vale destacar que, neste modelo, a diferença entre o preço final e o preço médio será proporcional ao tamanho da divergência de opinião existente entre os investidores.⁵⁰

A partir desse raciocínio Miller aborda o tema sobre as restrições às operações de vendas a descoberto⁵¹. Segundo o autor, se o volume desse tipo de operação é reduzido, o preço das ações de pequenas e médias empresas podem subir a níveis mais altos do que deveriam por influência de determinados investidores com uma visão extremamente otimista. Esse movimento permaneceria até que houvesse uma redução da divergência de opinião entre os participantes do mercado, levando os preços das ações novamente aos seus níveis adequados.

O autor, ao desenvolver os seus argumentos, considera o aumento da liquidez dos ativos como um grande benefício gerado pelas operações de venda a descoberto e utiliza o funcionamento dos bancos comerciais para exemplificar este fato. Os bancos utilizam o capital depositado pelos investidores para emprestar a outros que estejam precisando, sem que os primeiros sejam prejudicados em caso de necessidade de resgate. De modo semelhante, os investidores doadores disponibilizam os seus ativos para aluguel, de modo que outros investidores possam usufruí-los, e sem que os primeiros fiquem impossibilitados de solicitar a devolução do aluguel desses ativos, de acordo com a maioria dos contratos de aluguéis praticados no mercado financeiro.⁵²

As operações de venda a descoberto estimulam o acesso ao mercado de investidores considerados pessimistas. Para Miller os sujeitos têm expectativas positivas e negativas em relação à economia e ao desempenho das empresas. Aqueles otimistas são identificados ao adquirir ações, enquanto os pessimistas vendem no mercado os títulos que possuem. O número desses investidores será proporcional à divergência de opinião existente entre os

⁵⁰ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 39.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁵¹ MILLER, E. M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. The Journal of Finance, v. 32, n. 4, 1977.

⁵² FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 40.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

detentores dos ativos.⁵³

Os investidores identificados como pessimistas, ao realizarem as operações de venda a descoberto, encontram imperfeições no mercado que acabam por reduzir o número de potenciais vendedores. Isso pois, a operação somente será lucrativa se o preço de negociação das ações cair mais do que o valor dos custos para tomar as ações emprestadas. Ressalta-se que o tomador de ações não fica com os recursos provenientes da operação de venda e repassa ao doador os dividendos caso estes sejam distribuídos pela companhia.⁵⁴

3.2.2 A percepção de Diamond e Verrechia

O modelo desenvolvido por Diamond e Verrechia⁵⁵ sobre os impactos gerados pela restrição da prática de vendas a descoberto foi, depois do modelo de Miller⁵⁶, o mais completo. Utilizando três tipos de investidores no desenvolvimento do seu modelo, os investidores informados, os desinformados, e os *market makers*, os autores discutem as consequências das restrições de se realizar esse tipo de operação tanto na distribuição, quanto na velocidade do ajuste dos preços dos ativos, considerando um mercado em que exista expectativas racionais por parte dos seus participantes.⁵⁷

O primeiro tipo de investidores, os informados, possuem acesso às informações privadas. Esse tipo específico de investidor utiliza parte dos recursos para obterem acesso às informações, e realizam as suas operações com base nestas informações e no preço atual as ações, comprando quando os preços dos ativos são considerados baixos e vendendo quando os preços dos ativos estão acima do que eles consideram como preço justo. Os desinformados, por sua vez, não utilizam recursos financeiros para obterem acesso à informação, e realizam as suas operações, basicamente, através da análise do comportamento dos preços das ações.⁵⁸

⁵³ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 40.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁵⁴ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 40.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁵⁵ DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, v. 18, n. 2, p. 277-311, 1987.

⁵⁶ MILLER, E. A simple counter example to the random walk theory. *Financial Analysts Journal*, July-August 1979.

⁵⁷ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 43.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁵⁸ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 43.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Por fim, os *market makers*, ou formadores de mercado, acompanham todas as operações em andamento e estão sempre a postos para realizar operações tanto de compra quanto de venda, isto é, gerando liquidez às ações sempre que é necessário. Esse tipo de investidor possui em suas operações um retorno esperado igual a zero, e tem como objetivo servir como contraparte das operações e conseqüentemente aumentar a liquidez das ações. Importante destacar que, para o exercício de tal função, os *market makers* cobram uma determinada taxa e utilizam-se de operações de hedge⁵⁹ para protegerem as suas operações e não auferirem possíveis prejuízos.

“... market makers are risk-neutral, face no inventory costs or constraints, and earn zero expected profits from each trade. Traders are also risk-neutral and are either informed or uninformed. There is an infinite number of each type of trader. Informed traders know (privately) the true liquidating value of the risky asset, while uninformed traders make an inference about its value based on all public information.

An informed trader makes a particular trade on the basis of his information and the current price of the stock. If the market maker traded only within informed traders, he would lose money because informed traders would buy when the price was too low and sell only when the price was too high.”⁶⁰

A partir de então, os autores observam que mudanças na restrição das operações de venda a descoberto alteram as informações das operações, que são amplamente utilizadas pelos investidores e pelos *market makers* no momento de definir as suas decisões de demanda e preços.

As restrições à venda a descoberto podem ser de dois tipos. A primeira maneira de restringir é através de proibição legal, por um período indeterminado ou permanente ou de curto prazo, em que as operações de venda a descoberto são impedidas de serem realizadas em momentos de grande estresse do mercado. O segundo tipo de restrição decorre das variações próprias do mercado e está relacionado à cobrança de elevados custos ao vendedor para realização da venda a descoberto – o que Miller classificou como imperfeições de

[a.pdf?sequence=1&isAllowed=y](#). Acesso em: 21/06/2016

⁵⁹ Tem como objetivo proteger o valor de uma posição ativa (carteira de investimentos) ou de uma posição passiva (dívidas) contra possíveis variações futuras de um determinado ativo ou passivo. Em outras palavras, hedge é a operação realizada no mercado derivativo que visa fixar antecipadamente o preço de uma mercadoria ou ativo financeiro de forma a neutralizar o impacto de mudanças no nível de preços. Fonte: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/pra_quem_os_derivativos_servem.htm. Acesso em 27/08/2016.

⁶⁰ DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, v. 18, n. 2, 1987. Disponível em <<http://faculty.chicagobooth.edu/douglas.diamond/research/papers/1-s2.0-0304405X87900420-main.pdf>>, acesso em 03/08/2016.

mercado – pois, reduz as chances da operação ser lucrativa.⁶¹

Posteriormente, após a apresentação dos tipos de restrições, os autores partem para a discussão sobre o prazo para o ajuste dos preços a partir de notícias divulgadas aos participantes do mercado financeiro. Nesse sentido, eles destacam que o tempo de ajuste nos preços dos ativos, considerando todos os tipos de notícias (tanto as boas quanto as más) é diretamente proporcional ao número de investidores proibidos de realizarem operações de venda a descoberto, ou seja, se a maioria dos investidores estiver impedida de realizar este tipo de operação, maior será o prazo de ajuste nos preços das ações após a veiculação de uma notícia.⁶²

Diamond e Verrechia analisam o comportamento dos preços em duas situações específicas para exemplificar o pressuposto acima exposto: (i) a divulgação de resultados sejam eles positivos ou negativos com relação à expectativa do mercado, e (ii) o tamanho da posição de venda a descoberto realizada pelos investidores, divulgada pela Bolsa de Valores, no caso do Brasil pela BMF&BOVESPA.

Nesse último caso, que consiste na análise do comportamento dos preços com base no volume total de operações de venda a descoberto, um número muito acima do esperado de operações de venda a descoberto pode significar um mau momento da empresa, visto que um grande número de investidores estão acreditando na desvalorização dos seus ativos. Este cenário seria ainda pior caso os responsáveis por este alto saldo de operações de venda a descoberto seja composto amplamente por investidores informados, isto é, aqueles que possuem acesso às informações.⁶³

Ao compararmos as abordagens realizadas por Diamond e Verrechia⁶⁴ e Miller⁶⁵, podemos identificar um grande ponto de divergência entre as duas. Os primeiros autores, ao término de seus estudos, afirmam que restrições às vendas a descoberto, sejam elas de

⁶¹ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Página 43. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de Maio de 2016.

⁶² FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 43.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁶³ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Pág. 44.. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21/06/2016

⁶⁴ DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, v. 18, n. 2, p. 277-311, 1987

⁶⁵ MILLER, E. M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 4, 1977.

qualquer tipo, impactariam apenas na velocidade de ajuste dos preços das ações, até o chamado preço justo. Isto pois, a venda de descoberto, para estes autores, seria responsável apenas por aumentar a velocidade de ajuste nos preços dos ativos. Por outro lado, segundo Miller, restrições na venda a descoberto fariam com que os preços se mantivessem em um patamar mais elevado do que o preço considerado como justo, ou pelo menos, até que haja uma redução na divergência de opinião entre os participantes do mercado.⁶⁶

⁶⁶ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Página 44. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de Maio de 2016.

CONCLUSÃO

É indiscutível a importância do mercado de capitais em todo o mundo, servindo como uma ótima alternativa para captação de recursos por parte das empresas, seja através de ações ou de outros títulos emitidos pelas empresas. Para garantir bom funcionamento de tal mercado, como já foi exposto, é imprescindível que haja um mercado secundário bem desenvolvido, onde os títulos possam ser negociados entre os próprios investidores sem que haja a participação direta das empresas responsáveis pela disponibilização de novos títulos. No mercado secundário os investidores são capazes de negociar e revender títulos antigos, independentemente da empresa emissora.

Quando nos referimos à negociação de ações, podemos observar que o mercado de aluguel de ações vem ganhando cada vez mais relevância e volume no mercado financeiro global. Como demonstrado neste trabalho, no Brasil houve uma variação positiva de aproximadamente 159.993,37% nas operações de aluguel de ações no período de 1997 e 2015, conforme os dados divulgados pela própria BMF&BOVESPA.⁶⁷

No âmbito do mercado de aluguel de ações, este trabalho analisou a venda a descoberto, que pode ser entendida como uma operação em que o investidor realiza a venda no mercado à vista de um determinado ativo que ele não possui. Ou seja, o investidor toma um ativo em aluguel, acreditando na redução do seu preço para recompra-lo por preço inferior e devolver o ativo ao doador. A operação de venda a descoberto é um dos principais atrativos para adesão ao mercado de aluguel de ações. Devido a isso, tornou-se tão importante a regulamentação e o estudo desse mercado, assim como os direitos os quais cada acionista tem direito durante o período do aluguel.

Diante a relevância no volume financeiro relacionado a venda descoberto e a inexistência de uma vasta bibliografia sobre o tema, uma análise sobre os impactos gerados por esse tipo de operação no mercado financeiro merece atenção.

De um lado, estão aqueles que acreditam que o mercado de aluguel de ações, e a consequente realização de operações de venda a descoberta, são capazes de aumentar a

⁶⁷ Renda Variável: Volume e Quantidade de Operações. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/volume-e-quantidade-de-operacoes.htm>, acesso em 08/08/2016.

liquidez do mercado, tornando-o mais eficiente, reduzindo os riscos de liquidação no mercado, e evitando possíveis manipulações nos preços dos ativos. Por outro, aqueles que dizem que este tipo de operação acaba por aumentar a volatilidade dos preços das ações, atuando como um agravante em períodos de perda de confiança no mercado.

Por fim, foi realizada uma análise sobre teorias desenvolvidas para explicar o impacto das restrições às operações de venda a descoberto, ressaltando que elas têm como base a hipótese de funcionamento de um mercado perfeito, sem que haja espaço para bolhas econômicas. O primeiro autor a contribuir efetivamente no assunto, Edward McCarthy Miller Jr. (especialista em política de energia do Departamento de Comércio do Governo dos Estados Unidos), afirmava que restrições à venda a descoberto fariam com que os preços se mantivessem em um nível acima do preço justo das ações, até que as distorções de opinião entre os investidores diminuíssem. Por outro lado, Diamond e Verrechia, outros autores que ganharam destaque no estudo sobre o tema, tendo Peter Arthur Diamond recebido o prêmio Nobel em 2010, afirmam que as restrições às vendas a descoberto, independente quais sejam elas, resultariam em um impacto apenas na velocidade do ajuste dos preços das ações, já que a possibilidade de realização desse tipo de operação seria responsável apenas por fazer com que os preços das ações retornassem mais rapidamente ao seu considerado preço justo.⁶⁸

⁶⁸ FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de Maio de 2016.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010, Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Servicos/download/Folheto-BTC.pdf>. Acesso em 25/05/2016.

BM&FBOVESPA, Folheto BTC, março de 2010.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (Brasil). O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários, Comitê Consultivo de Educação. – Rio de Janeiro: CVM, 2013.

Comunicado IOSCO: iniciativas que impõe restrições a venda a descoberto (Short Selling). Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>. Acesso em 15 de Junho de 2016.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. Journal of Financial Economics, v. 18, n. 2, 1987. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/douglas.diamond/research/papers/1-s2.0-0304405X87900420-main.pdf>. Acesso em 20 de Julho de 2016.

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

Empréstimo de Ações (BTC). Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/empréstimo_acoes.html Acesso em: 17 de Junho de 2016.

FRAGA, João Batista. Empréstimo de Ações no Brasil. São Paulo, 2013. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10738/versao%20final%20joao%20batista%20fraga.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de Maio de 2016.

Garantias. Valor Mínimo dos Ativos Para Depósito em Garantia. BMF&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/garantias/valor-minimo-dos-ativos-para-deposito-em-garantia/>. Acesso em 16/07/2016.

GONÇALVES, Luís Filipe Seixas Parada. Avaliação das medidas de restrição do *shortselling* nos mercados em crise. Qual o impacto das restrições de *shortselling* no preço dos activos. Lisboa, 2011. Disponível em: <<https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/4155/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado%20em%20Economia%20Monet%C3%A1ria%20e%20Financeira.pdf>>. Acesso em: 16 de Junho de 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Vol. II. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. Aluguel de Ações: Panorama do negócio jurídico, problemas do direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro.

LOPES, Marília Carneiro da Cunha. Mútuo de Ações: Uma Análise das Principais Repercussões Jurídicas. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/23253/23253.PDF>> Acesso em: 12/06/2016.

Mercado de Capitais, Apostila PQO. Capítulo 5. Associação BM&F. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf> Acesso em: 20 de Julho de 2016.

Mercado Primário x Mercado Secundário. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html>. Acesso em: 15 de Junho de 2016.

MILLER, E. A simple counter example to the random walk theory. Financial Analysts Journal, July-August 1979.

MILLER, E. M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. The Journal of Finance, v. 32, n. 4, 1977.

Pra quem os derivativos servem? Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/pra_quem_os_deriva>

[vativos_servem.html](#)>. Acesso em: 25 de Junho de 2016.

Renda Variável. Participação dos Investidores. BMF&BOVESPA, 2016. Disponível em :
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/participacao-dos-investidores.htm>. Acesso em 01/06/2016.

Renda Variável: Perguntas Frequentes. BMF&BOVESPA. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/perguntas-frequentes.htm>. Acesso em: 28/07/2016.

Renda Variável: Volume e Quantidades de Operações. BMF&BOVESPA. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/emprestimo-de-ativos/volume-e-quantidade-de-operacoes.htm>. Acesso em: 12/08/2016.

Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, n. 161/162. Jan/ago, 2012.

S.E.C. Temporarily Blocks Short Sales of Financial Stocks. The New York Times. Nova Iorque, 2008. Disponível em:<http://www.nytimes.com/2008/09/20/business/20sec.html?_r=0>. Acesso em: 18 de Julho de 2016.

SCHAHIN, Fernanda Kehdi. Vendas a Descoberto no âmbito do Empréstimo de Ações: estudo do modelo regulatório brasileiro.

Tarifas 2: Empréstimos de Ativos. BMF&BOVESPA. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/acoes/emprestimo-de-ativos.htm>. Acesso em 28/07/2016.

Títulos Privados: Debêntures. BMF&BOVESPA. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm>. Acesso em 29/08/2016.