

**BRUNO DI DOTTO**

**NEGÓCIOS DA COMPANHIA COM AÇÕES DE SUA EMISSÃO**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da  
Universidade de São Paulo, para obtenção do título  
de Mestre em Direito Comercial.

Orientador:

**Professor Doutor Erasmo Valladão Azevedo e  
Novaes França**

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2014

## RESUMO

DOTTO, Bruno Di. **Negócios da Companhia com Ações de sua Emissão**. 2014. 327 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

Depois de mais de 30 anos da edição da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e da publicação da Instrução CVM 10, de 14 de fevereiro de 1980, volta novamente o regulador brasileiro a sua atenção para os benefícios e perigos dos negócios da companhia com ações de sua emissão. Tal se torna evidente pela publicação, em outubro de 2013, do Edital de Audiência Pública SDM 11/13, por meio do qual a Comissão de Valores Mobiliários pretende substituir a antiga regra aplicável às companhias abertas por uma nova, de conteúdo mais moderno e aderente à nova realidade.

Desenvolveu-se durante o século XX e XXI o estudo dos negócios da companhia com as suas ações, admitindo-se cada vez mais numerosas exceções ao inicialmente duro e absoluto preceito proibitivo – positivado originalmente pela *Aktienrechtsnovelle* alemã de 1870. O estudo das finanças sociais e o aprimoramento dos mecanismos de salvaguarda dos interesses protegidos no decorrer do século XX e XXI forçaram (e ainda forçam) a redefinição dos seus contornos jurídicos.

No que diz respeito a estes negócios, ressaltam como interesses escudados aqueles dos credores, dos acionistas e do mercado de capitais (e os investidores que nele atuam) – os grupos de referência (*Bezugsgruppen*) do direito societário. É na proteção de seus interesses que se fundamentam as normas que os regem: a utilização de saldo de lucros tutela os credores, o princípio do tratamento equitativo protege os acionistas e as regras de prevenção a atos manipulativos e de repressão ao *insider trading* salvagam o mercado e seus investidores. É, portanto, no confronto com tais interesses que se deve avaliar a legalidade ou ilegalidade de cada um desses negócios, e não na simples (in)existência de uma exceção legal expressa ao conceito proibitivo geral. O art. 30 da Lei das S.A. estipula condições de validade dos negócios com ações próprias, e não meramente um rol de exceções taxativas.

Palavras-Chave: recompra de ações; sociedade anônima; sociedade comercial; capital social; programas de recompra; mercado de capitais; tratamento equitativo; manipulação de mercado; insider trading.

## ABSTRACT

DOTTO, Bruno Di. **Transactions by the Company in its Own Shares**. 2014. 327 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

Thirty years after the enactment of Law 6.404, of December 15, 1976 and CVM Instruction 10, of February 14, 1980, once again have the transactions of the company in its own shares gained the attention of the Brazilian regulatory authority, especially in consideration of the benefits and perils arising from them. This is evidenced by the publication, in October 2013, by the Comissão de Valores Mobiliários of Public Hearing SDM 11/13, the purpose of which is to replace the old rule applicable to public companies by a new one, containing a more modern approach on the subject and a more reality-driven concept.

The studies about the transactions a company is allowed to perform in its own shares have had a great academic and empiric development during the XX and XXI centuries, the result of which has been the gradual acceptance of an ever-increasing list of possible exceptions to the initially absolute prohibition – originally stated by the german *Aktienrechtsnovelle* of 1870. The study of financial economics and the improvement of the legal protective measures designed over the last century have forced (and continue to force) a broad redefinition of these transactions' legal boundaries.

In respect to these transactions, the interests of creditors, shareholders and the capital market itself (including the investors which act in it) arise in the center of the legal protective framework – they have been denominated as the reference groups of Corporate Law. Safeguarding their interests is the main purpose of the rules revolving around them: the use of profits and profit reserves safeguards creditors, adherence to the principle of equitable treatment addresses shareholder interests and the rules preventing manipulative acts and insider trading practices sponsor the interests of the capital market and its investors. Therefore, it is mandatory that any interpretation on the legality or illegality of any given transaction by the company in its own shares be preceded by the examination of these concrete interests; this legal analysis cannot be limited to the verification of an express exception to the general rule. Article 30 of Law 6.404/76 must therefore be read as containing a general validity framework, and not merely an exhaustive list of exceptions.

Key-Words: share repurchase; corporation; corporate law; legal capital; repurchase plans; capital market; equitable treatment; market manipulation; insider trading.

## 1. INTRODUÇÃO

O tema deste trabalho é o das negociações, pela companhia, com ações de sua própria emissão, nos termos do artigo 30 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.” ou “Lei 6.404/76”).

O intuito é contribuir para a atualização dos escritos doutrinários sobre este assunto, considerando-se que a última monografia publicada sobre ele data já de 1965, quando o ilustre e saudoso mestre Philomeno J. da Costa escreveu sobre as operações, pela companhia, com ações de seu capital, em sua tese de cátedra para a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo<sup>1</sup>. Afora o óbvio fato de que essa monografia foi escrita antes mesmo da entrada em vigor da atual Lei das S.A. (e que, portanto, já careceria de uma atualização, ao menos, legislativa), não se pode olvidar que “o destino das leis sobre sociedades por ações é serem modificadas sem cessar: seja a pedido do público, que reclama insuficiente proteção contra a fraude, cujos aspectos proteiformes e meios de ação aperfeiçoados frequentemente conduzem ao insucesso dos atos normativos mais bem estudados; seja a pedido do alto comércio e da finança, que entendem poderem se desenvolver sem entraves inúteis, e adaptar suas empresas, sem risco de contrariar proibições em desuso, às formas e novas combinações que o progresso faz surgir incessantemente”<sup>2</sup>.

Apesar da aparente aberração que configura uma sociedade adquirir as próprias ações e, com isso, ser sócia de si mesma, é igualmente verdade que os países permitem essas negociações em maior ou menor grau, especialmente pelas companhias abertas, permitindo, inclusive a manutenção dessas ações no patrimônio da sociedade emitente na forma de ações em tesouraria. O instituto tem, em que pesem os diversos potenciais problemas que suscita, diversas finalidades. Dentre elas, podemos mencionar a aquisição para redução de capital (operação permitida nos termos do artigo 30, §1º, “d” da Lei das S.A.), a defesa contra perigos externos (como defesa na hipótese de oferta hostil de tomada

---

<sup>1</sup> Philomeno José da Costa, *Operações da Anônima com as Ações de seu Capital*, Tese de Cátedra da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1965. Muito embora tenhamos vivenciado a elaboração de dissertações monográficas sobre o tema mais recentemente, consideramos que nunca é demais aprofundar as discussões sobre ele, considerando o estado de evidente negligência em que se encontrou durante muitos anos e a sua inegável complexidade. Talvez as análises mais detalhadas acerca do assunto tenham começado a ser feitas na década de 1990 e no decorrer dos anos 2000 pela Comissão de Valores Mobiliários, sendo que a doutrina passou a ocupar-se mais do assunto em anos bem mais recentes. Cf. Gabriela Bonini Codorniz, *Aquisição por Companhias Abertas de Ações de sua Emissão*, Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013; Livinston M. Bauermeister, *Aquisição das Próprias Ações pela Companhia Emissora*, Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade de São Paulo – PUC-SP, 2008.

<sup>2</sup> In Lamy Filho e Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.*, Renovar, Rio de Janeiro, 1992, p. 82.

de controle) ou mesmo a indicação, ao mercado, de que o preço das ações em bolsa é inferior ao seu valor justo (*tipping effect* ou *signalling*). Com efeito, todos os objetivos acima interagem com determinados interesses societários ou extrassocietários, mas todos tutelados pelo direito.

É até compreensível que, no Brasil, o assunto não tenha ainda merecido a atenção que requer em todos esses prismas, até porque nosso mercado acionário não é ainda desenvolvido quando comparado com o mercado de capitais de países como os Estados Unidos ou a Inglaterra, não obstante sua evolução recente, especialmente após 2004, de modo que as preocupações atinentes aos reflexos do instituto do ponto de vista dos investidores e do mercado de capitais ainda não foi foco de nenhuma análise aprofundada e recente. Por aqui, o pouco que se escreveu dedicou-se à análise das consequências patrimoniais da operação, tendo em vista o risco de prejudicarem-se os interesses dos credores. Como veremos, todavia, o instituto abrange outros centros de interesses igualmente relevantes para o direito societário e que merecem uma análise específica. Em outros países, ele é amplamente utilizado, especialmente nos Estados Unidos, na Inglaterra e na Alemanha, onde existe rica e abundante doutrina sobre o assunto.

Como se percebe, o instituto é filho natural das sociedades anônimas, o que não significa que não seja relevante para outros tipos de sociedades, mas, para elas, com importância distinta. Nosso intuito será o de tratá-lo sob a perspectiva da sociedade anônima (o que se dirá sobre as anônimas, vale igualmente para as em comandita por ações no tocante às participações dos sócios comanditários, mas a limitada importância prática desse tipo societário torna injustificada uma menção específica), pois abrir o leque de análise também a outros tipos societários, especialmente às sociedades limitadas (e apenas a elas, pois o instituto do capital social como forma de garantia dos credores apenas nestas duas sociedades faz sentido, sendo inútil com essa função nas demais, como veremos), pecaria pelo excesso de generalização. Até porque existem determinados objetivos possíveis apenas nas sociedades anônimas, como, por exemplo, influenciar a cotação dos valores mobiliários em bolsa, o que não ocorre, obviamente, com as quotas de uma sociedade limitada. Não será nosso objetivo, portanto, mencionar o regime de aquisição das próprias quotas de sociedades limitadas ou de qualquer outra forma associativa<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Para uma análise destes negócios sob a perspectiva da sociedade limitada, cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, *Aquisição de Quotas pela Própria Sociedade*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 36, RT, São Paulo, 1979. Veja-se igualmente sobre o tema Mauro Brandão Lopes, *Aquisição das Cotas Sociais pela Sociedade*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 25, RT, São Paulo, 1977, pp. 55 e ss.

A nossa atual lei societária proíbe, genericamente, a companhia de negociar com as ações em que dividido o respectivo capital. Um dos grandes fatores de sucesso da sociedade anônima está no fato de que seus sócios não respondem pelas dívidas sociais, exceto até o limite do valor de subscrição ou aquisição das suas ações e, também, no fato de que o estado de sócio está cristalizado em títulos participativos padronizados (as ações) livremente negociáveis, de modo que as compras e vendas de ações, que transferem, qualitativamente, mais do que um bem, mas sim uma situação jurídica, têm em vista o objeto e não os sujeitos do contrato. Impessoalizam-se, desta forma, as transações com ações<sup>4</sup>. Em uma análise simplista deste fenômeno, poder-se-ia dizer, então, fundamentando-se na diferença entre a esfera jurídica da sociedade e de seus sócios, que à companhia poderia ser permitida a compra e venda de ações de sua emissão.

No entanto, isto é categoricamente proibido pela lei, e o grau da proibição é tão severo que o Código Penal (Decreto-Lei 2.848, de 7 de dezembro de 1940) tipifica como crime de administração fraudulenta de sociedades por ações, no artigo 177, §1º, IV, a compra ou venda por diretor da sociedade, por conta dela, de ações por ela emitidas, salvo, naturalmente, nas situações em que a lei o permite, reprimindo a conduta por meio da sujeição dos diretores à pena de reclusão de 1 a 4 anos. No inciso V do mesmo artigo, também é caracterizado como ilícito penal a aceitação, em garantia de créditos sociais, de ações de emissão da sociedade emitente-credora. Afirma-se, genericamente, que essa proibição severa se dá em “consequência do respeito ao princípio da integridade do capital social das anônimas”<sup>5</sup>. Nas legislações estrangeiras abrem-se exceções, em maior ou menor grau, ao preceito proibitivo, mas, em geral, cuidam elas de resguardar os devidos limites legais dentro dos quais ocorrem essas operações. As exceções e limites são bastante variados entre os diversos países, mesmo entre aqueles que deveriam estar razoavelmente coordenados por conta da sua integração comunitária (como é o caso dos países membros da União Europeia), o que torna a avaliação comparada do instituto uma tarefa bastante

---

<sup>4</sup> Philomeno J. da Costa, *op. cit.*, p. 2. É esta impessoalização e padronização, que permitem, inclusive, a estrutura de negociação bursátil, onde os adquirentes e vendedores das ações desconhecem a sua contraparte: as declarações de vontade são dirigidas ao mercado de negociação como um todo.

<sup>5</sup> Philomeno J. da Costa, *op. cit.*, p. 3 e também, 255; Tullio Ascarelli, *Questões a Respeito das Sociedades Coligadas*, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, Bookseller, Campinas, 2001, pp. 700 e ss, Trajano de Miranda Valverde, *Sociedades por Ações*, Vol. I, Forense, Rio de Janeiro, 1959, p. 159 e Waldemar Ferreira, *Tratado de Sociedades Mercantis*, vol. 4, Ed. Nacional de Direito, Rio de Janeiro, 1958, p. 1053. Afirma o próprio Philomeno, mais à frente, que “[é] mesmo [a proteção do capital social] a base principal da regulamentação das exceções que, em maior ou menor número, existem a respeito”. In *op. cit.*, p. 24.

desafiadora, tanto quanto reveladora dos princípios e formas sob as quais cada país enxerga esses negócios jurídicos.

Mas não é só. Os negócios realizados pela companhia com ações de sua emissão têm consequências para diversos grupos de interesses que orbitam em torno da sociedade anônima. Elas podem influenciar o valor das ações cotadas em bolsa, significando uma manipulação de preços ou criação artificial de demanda ou oferta e, aí, atingem os interesses dos investidores e do mercado de capitais; podem, também, contribuir para o desequilíbrio das forças intrassocietárias e para privilegiar determinados acionistas, e, aí, atingem os interesses dos próprios acionistas. Podem, ainda, é claro, significar uma perda patrimonial inescusável para a companhia, atingindo, nessa frente, o interesse dos credores sociais (e, em certa medida, até dos próprios acionistas minoritários). Salta aos olhos, desde logo, a linha mestra que nos guiou na estruturação deste trabalho, consubstanciada no fato de que os negócios da companhia com as ações de seu capital constituem um tema poliédrico, podendo, portanto, ser encarado sob diversos pontos de vista. Guiaremos a nossa visão sobre o instituto a partir desses diversos prismas de interesse, quais sejam, o dos credores, dos acionistas e dos investidores<sup>6</sup> e, com base nesta repartição de interesses tutelados é que vamos classificar as respectivas normas e enquadrá-las na categoria protetiva que lhes seja aplicável. Longe de tentar esgotar cada um dos temas específicos, nossa intenção é, claramente, a de mapear as interações dos negócios da companhia com ações de sua emissão sob todos os enfoques que lhes podem ser dados, colacionando as principais discussões acerca de cada um dos assuntos e identificando como tais problemas relacionam-se com uma esfera de interesses protegidos pelo direito. Trata-se, verdadeiramente, de uma perspectiva de interesses não rigidamente alternativos entre si, mas que podem integrar-se no exame do estudioso e concorrer para uma explicação completa acerca do fenômeno.

Entendemos que a separação das nossas considerações conforme os grupos de interesse em jogo é útil, especialmente quando lembramos que a nossa doutrina, até hoje, pouquíssima atenção tem destinado às efetivas funções que as operações da anônima com as ações de seu capital possuem na realidade das coisas. Muito se fala sobre a proteção dos credores, ignorando-se os demais prismas em que a análise pode, e deve, ser feita para

---

<sup>6</sup> Paolo Ferro-Luzzi, em saboroso texto, defende que existem “*tre ottiche preferenziali, non sempre chiaramente rese esplicite*” quando a doutrina e a jurisprudência se referem ao instituto das ações próprias. Tais óticas, listadas pelo eminente autor, correspondem perfeitamente à lógica dos interesses que utilizamos para estruturar os capítulos desta dissertação. Cf. Paolo Ferro-Luzzi, *L’«antropofagia» societaria: riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in *Rivista delle Società*, Vol. 46, n. 5, setembro-outubro 2001, pp. 1277 e 1278.

entender a fenomenologia do assunto em sua inteireza. É, ademais, consequência da inegável evolução do Brasil e de sua inserção no ambiente econômico e no mercado de capitais mundial. Analisaremos, assim, diversas questões de relevo para a compreensão do instituto sobre diferentes ângulos, não apenas enfocando o interesse dos credores, mas também dos próprios acionistas e dos investidores. O estudo será dialético e multifacetado.

Antes de seguirmos delineando a estrutura do estudo e sua fundamentação, gostaríamos de traçar poucas linhas acerca da terminologia utilizada. O título desta dissertação utiliza o termo “negócios” pela companhia com ações “de sua emissão”, de maneira diversa, portanto, do que o faz a própria Lei da S.A, onde se lê que é proibido à companhia “negociar com as próprias ações”, termo que foi responsável por popularizar, na literatura jurídica, a expressão “negociação” com as próprias ações. Entendemos que a letra da lei é imprecisa em alguns aspectos. Em primeiro lugar, pela utilização da expressão “próprias ações”, que pode englobar aquelas ações que, não sendo de emissão da companhia, lhe pertencem, são “próprias” pois que de sua propriedade<sup>7</sup>. Naturalmente que a lei não quer vedar que a companhia negocie com ações que lhe pertençam e de emissão de outras sociedades, pois esta vedação nada tem a ver com os interesses que o artigo 30 da Lei da S.A. visa a proteger e, daí, entendemos ser mais precisa tecnicamente a utilização da expressão “ações de sua emissão” para melhor designar o objeto da proibição. Em segundo lugar, o termo “negociação” tampouco nos pareceu o mais adequado para integrar o título do trabalho. Na realidade, não é a negociação, no sentido de entendimentos prévios à conclusão do negócio em si, que se quer vedar, mas os **negócios jurídicos específicos**, quaisquer que sejam e sob qualquer forma que se manifestem, exceto obviamente se permitidos pela lei. Waldemar Ferreira, referindo-se à redação da legislação anterior, critica a utilização dessa expressão (ao contrário de Philomeno J. da Costa, que a elogia) dizendo que “negociação é expressão de muita amplitude, e de sentido destoante do objetivo do preceito”<sup>8</sup>. Pontes de Miranda também enxerga o assunto da mesma forma, comentando a lei antiga, afirmando que o termo “negociar” foi empregado no sentido técnico que lhe atribui a doutrina jurídica: “a sociedade por ações não pode figurar, direta ou indiretamente, em negócio jurídico que tenha por objeto as próprias ações”<sup>9</sup>. Não vemos

---

<sup>7</sup> No mesmo sentido, Philomeno J. da Costa, *op. cit.*, p. 37.

<sup>8</sup>. Cf. *Tratado de Sociedades...*, *cit.*, p. 1053 e 1054. Cf. também Maria Victória Rodrigues Vaz Ferreira da Rocha, *Aquisição de Ações Próprias no Código de Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1994, p. 21.

<sup>9</sup> Cf. Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, Parte Especial, Tomo L, 3º ed., Borsoi, Rio de Janeiro, 1972, p. 89. Sem razão, a nosso ver, Gabriela Codorniz, que considera, com base em parecer de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, o termo negociar como envolvendo apenas negócios jurídicos

na redação um sentido destoante, como afirma Waldemar Ferreira, mas apenas uma imprecisão técnica, já que negociação não é negócio jurídico, que é a única forma pela qual a companhia pode prejudicar os interesses que a lei visa a resguardar.

Menos preciso ainda, tecnicamente, seria a utilização da expressão “aquisição” ou “recompra” das próprias ações. O contrato de compra e venda é um negócio jurídico regulado pelo Código Civil, mas é apenas uma espécie de negócio e, como já dissemos, a lei visa a impedir qualquer negócio jurídico apto a infringir os preceitos e os princípios de tutela que ela regula. Daí ser muito estreita a utilização da expressão “aquisição” já que ela representa apenas um negócio específico. A expressão “recompra”, a nosso ver, é a mais atécnica entre elas, já que parece indicar que a companhia as vendeu originalmente, com pacto de retrovenda, o que soa absurdo ao leitor cuidadoso. A emissão de ações não é um contrato de compra e venda, pois se regula, mormente, por princípios societários e organizativos e não faz qualquer sentido dizer-se que há uma emissão de ações pela companhia com pacto de retrovenda (situação economicamente semelhante ao resgate de ações, de que trataremos abaixo, mas juridicamente distinta).

Sem prejuízo dessas considerações terminológicas, utilizaremos no texto, por vezes, a expressão “negociação com as próprias ações” no sentido que aqui lhe queremos atribuir, de “realização de negócios jurídicos, pela companhia, com as ações de sua emissão”. Similarmente, usaremos a expressão “recompra de ações” quando formos nos dirigir às aquisições pelas companhias abertas de ações de sua emissão. “Aquisição” e “recompra” serão utilizadas indiscriminadamente no sentido de “compra e venda”.

Retomando a exposição, do ponto de vista de estrutura do estudo e de sua metodologia, cabem, ainda, algumas palavras adicionais.

Para viabilizar essa análise dialética do instituto, precisa-se, também, constatar que ele envolve a análise de questões fundantes do direito societário. Cada capítulo será estruturado de modo a introduzir a análise de cada conjunto de regras por meio do exame genérico da proteção dada ao interesse abstrato-coletivo sob tutela jurídica. Desse modo, por exemplo, quando tratarmos dos aspectos patrimoniais envolvidos nesses negócios jurídicos, exporemos, antes da análise de alguns negócios em espécie, os fundamentos teóricos da proteção dos interesses dos credores no direito societário, por meio do exame, v.g., da relação existente entre o ordenamento patrimonial da sociedade, o capital social e suas funções e os negócios com ações próprias da companhia. Assim seguiremos

---

translativos da propriedade (o que não abarcaria, ao menos em um primeiro momento, o penhor ou o estabelecimento de garantia sobre ações próprias). In Gabriela Codorniz, *op. cit.*, p. 14.

sucessivamente em cada capítulo, iniciando com uma breve análise do *telos* da proteção de cada grupo de interessados na vida da sociedade. Isto permitirá termos uma base teórica e técnica para a avaliação de cada conjunto de normas.

Entendemos útil elaborar, igualmente, um capítulo introdutório reservado aos fundamentos teóricos e dogmáticos gerais da disciplina que estudaremos, abrangendo questões relevantes para todas as esferas de interesses a serem examinadas nos capítulos seguintes. Com esse intuito, e como forma de fazer uma aproximação geral do instituto, possibilitando melhor análise das soluções do direito positivo, é que nos dispomos a tratar, antes de tudo, de alguns aspectos estruturais do direito societário, como fundamental ponto de partida.

Para isto, utilizaremos a teoria estruturalista concebida por Herbert Wiedemann que, neste aspecto, possui uma das visões mais globais e descritivas sobre o fenômeno associativo de que temos notícia. Sua obra guiará, portanto, o pensamento que trataremos de expor no primeiro capítulo, onde faremos, inclusive, uma breve apresentação de sua teoria<sup>10</sup>, discorrendo sobre a disciplina dos ordenamentos societário, da empresa e patrimonial da sociedade. Além disso, faremos algumas observações quanto aos grupos de referência do direito societário, que representam os interesses considerados juridicamente relevantes para tutela do próprio direito societário, e também quanto às sociedades de pessoas em contraposição às sociedades de capitais, estas últimas de maior interesse para nosso estudo.

Será aqui, igualmente, que analisaremos a evolução histórica do instituto, perfilando-lhe o caminho, com o objetivo de tentar visualizar em que momento, e sob quais fundamentos, começam os negócios, pela companhia, com suas ações, a serem objeto de escrutínio jurídico e rejeição dogmática generalizada. Faremos um paralelo com legislações estrangeiras, especialmente (seja por força das raízes comuns com o nosso direito, seja porque a regulação por lá é extremamente avançada neste aspecto) a alemã, mas também um breve paralelo com as legislações de outros países, como a italiana, inglesa, norte-americana, portuguesa e espanhola. A análise do conteúdo histórico desta disciplina afigura-se-nos de maior importância, mas não se trata aqui, evidentemente, de um exercício de mera erudição: o desenvolvimento e a racionalização desta matéria

---

<sup>10</sup> Herbert Wiedemann é professor catedrático da Universidade de Colônia, na Alemanha, da qual foi reitor, e escreveu em 1980 a sua obra “*Gesellschaftsrecht – Band I – Grundlagen*”, onde, em uma visão extremamente clara e dialética sobre o fenômeno societário, examina os seus aspectos estruturais, separando-os em uma descrição do (i) ordenamento societário *stricto sensu*; (ii) ordenamento da empresa; e (iii) ordenamento patrimonial. O último será nosso ponto focal, os demais, descreveremos em poucas linhas, apenas para concatenamento lógico do pensamento.

decorreu em grande parte das respostas dos reguladores a crises de confiança no ordenamento pré-vigente. A história dos países e de suas crises, como as vividas pelos Estados Unidos em 1929 e pela Europa no mesmo período e nos pós-guerra nos dá valiosos subsídios para avaliar a racionalidade das normas positivas em consequência dessas crises, e que procuraram endereçar aqueles problemas que a opinião pública rapidamente tratou de atribuir às operações com as ações próprias. Assim, é de interesse notório conhecermos a fundo a história desse “problema” jurídico e qual o caminho trilhado até chegarmos a atual (complexa e fragmentada) legislação sobre o tema. Esta incursão histórica, igualmente, será de utilidade contundente para avaliarmos as razões fundamentais que levaram os sistemas jurídicos anglo-saxônicos, mais notadamente o norte-americano, e os da Europa continental, a diferirem radicalmente sobre a forma de tratar a regulamentação destes negócios, e a forma de classificar os riscos deles decorrentes. As razões para esta disparidade de fundamentos jurídicos serão examinadas a seu tempo.

Não deveriam existir preconceitos no direito. Não é o que ocorre, contudo, quando o assunto se volta a determinados “dogmas” jurídicos, verdadeiros tabus teóricos. Um desses tabus é, definitivamente, os negócios da companhia com as próprias ações. Será impossível tentarmos chegar a uma conclusão razoável sobre o tema, sem conseguir expor ao leitor as vantagens, os intuitos, as razões pelas quais a realização de determinados negócios jurídicos pela companhia com as ações de seu capital é útil e necessária. Nesta linha, exporemos no capítulo introdutório uma lista de fatores que justificam a realização destes negócios, como necessário contraponto à dureza das regras proibitivas. Ao final de contas, apenas será possível realizarmos um sopesamento jurídico válido, se soubermos exatamente o que colocar em cada prato da balança. Caso contrário, qualquer conclusão a que chegemos (e que longe de avaliarmos como paradigmáticas, pretendem apenas contribuir com um outro ponto de vista, mais funcional, a respeito do assunto) estará mal fundamentada.

O objetivo desta parte inicial é, antes de um exercício de refinamento do conhecimento, levantar as bases históricas e conceituais necessárias para elucidar se as razões tradicionalmente levantadas pela doutrina nacional como fundamento para a proibição genérica das negociações com as próprias ações pela companhia emissora permanecem válidas, ou se, por outro lado, merecem algum relaxamento.

O capítulo seguinte utilizará todas as premissas e pressupostos levantados no capítulo anterior para discutirmos sobre o primeiro grupo de interesses atingidos pelo

instituto que ora discutimos: **os interesses dos credores**. O objetivo será, indubitavelmente, de verificar os aspectos patrimoniais envolvidos nos negócios da companhia com ações de seu capital, aspectos estes que, via de regra, justificam as duras limitações a eles impostas. Iniciaremos, portanto, pormenorizando a relação existente entre os negócios que ora são objeto de nossa atenção e o ordenamento patrimonial da sociedade, com uma análise imprescindível da doutrina sobre o capital social e de sua quase mística função de garantia dos credores, posteriormente referindo críticas doutrinárias acerca dessa concepção. Nossa finalidade é analisar criticamente o capital social enquanto garantia dos credores, pois é este o fundamento patrimonial dado tradicionalmente às proibições de que cuidamos. Não vislumbramos ser possível a compreensão do instituto, sem entender a fundo os fundamentos de sua proibição.

Passaremos, também, pelos negócios em espécie, tratando de abranger o maior leque possível de operações com ações de uma companhia emissora em que ela própria figure em um dos polos da relação jurídica. Algumas operações, até mesmo por constarem do texto legal expressamente, são facilmente lembradas, como o resgate, a amortização, o reembolso e as aquisições para manutenção em tesouraria. Outras estruturas são menos óbvias, mas devem igualmente constituir objeto de estudo detalhado, assim para os negócios nos quais a companhia opere no interesse e/ou nome alheios ou nos quais um terceiro esteja agindo em nome ou no interesse da companhia.

Analisaremos, também, e no que for aplicável, as disposições atinentes às companhias abertas para as quais, além das disposições da Lei das S.A., ainda temos outras específicas, que se empregam por força do seu artigo 30, §2º. Esse parágrafo dispõe que a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), que deu curso ao comando legal contido nesse dispositivo normatizando a “compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria”, por meio da edição da Instrução n.º 10, de 14 de fevereiro de 1980 (“Instrução CVM 10”)<sup>11</sup>, com base na competência que lhe fora atribuída já pelo artigo 22, §1º, III da Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”).

Muito cogitamos a elaboração de um capítulo inteiro dedicado às participações sociais recíprocas. Ao final, decidimos apenas esboçar alguns breves elementos acerca

---

<sup>11</sup> Posteriormente alterada pelas Instruções CVM n.º 268, de 13 de novembro de 1997 e n.º 390, de 8 de julho de 2003. Adicionalmente, a CVM editou, no mesmo dia em que foi publicada a Instrução CVM 10, a Nota Explicativa n.º 16, de modo a complementá-la e esclarecer o mercado sobre as disposições desse mecanismo.

deste assunto dentro do capítulo dedicado à proteção dos credores, pois essas participações nada mais representam do que uma forma específica, ainda que indireta, de uma negociação com as próprias ações pelas companhias envolvidas na estrutura. Da constatação da existência desse paralelismo entre os dois assuntos, derivou a necessidade de discorrermos brevemente sobre ele dentro deste capítulo, sem qualquer intuito de efetuar uma análise completa do instituto que demandaria uma dissertação monográfica por si só, dada sua evidente complexidade teórica, prática e financeira.

O capítulo seguinte tratará, de maneira semelhante ao anterior, dos negócios realizados pela companhia com as ações de sua emissão sob a perspectiva dos interesses dos acionistas e, pode-se afirmar com convicção, da própria sociedade enquanto organização. Neste capítulo, cuidaremos de expor o assunto privilegiando o olhar sobre consequências organizativas muitas vezes negligenciadas nos escritos sobre o tema. Começaremos, portanto, por elucidar as regras de tratamento igualitário entre os acionistas da companhia, tendo em vista determinar as regras que regem o seu estado de sócio como normas fundamentais da convivência societária. Na medida em que à companhia seja permitido, em maior ou menor amplitude, a realização de negócios com as próprias ações, é possível que se verifiquem, desde logo, tratamentos não igualitários entre os acionistas, privilegiando-se, por exemplo, o acionista controlador ou determinado grupo de acionistas em prejuízo de outros. Temos convicção de que esta matéria levanta grandes discussões doutrinárias, até porque é bastante difícil conceituar-se o tratamento de igualdade nos casos concretos e, ademais, porque não há uma fonte normativa positiva expressa que atribua esse “direito” aos acionistas. Ainda assim, procuramos elaborar uma teoria para o caso dos negócios com ações próprias (aquisições e alienações), mormente em se tratando de negócios privados, que não enrijeça desnecessariamente a companhia e, ao mesmo tempo, que busque endereçar os problemas comumente levantados quanto ao prejuízo de acionistas decorrentes de sua não participação no negócio jurídico do qual a companhia é parte, envolvendo ações de sua emissão. Neste item serão avaliados, também, diversos casos interessantes julgados pelo Colegiado da CVM envolvendo as múltiplas possibilidades de utilização das ações em tesouraria em negócios privados e como, em nosso entender, foram garantidos os direitos de tratamento justo e igualitário entre os acionistas.

Discorreremos, também, sobre a intrigante questão da sociedade sócia de si mesma, para estudarmos os fundamentos estruturais que levaram os pensadores do século XIX a considerar vedadas as operações, não por conta dos riscos concretos que acarreta e traz

consigo, mas por uma avaliação de incompatibilidade teórica entre a pessoa jurídica (na época, inclusive, conceito incipiente e de teorização bastante confusa) e aquisição das ações de sua emissão. Trataremos de expor como a visão do estudioso passou de um sentimento de estigmatização, de tabu, como falamos, para um sentimento de racionalização da matéria, tendo os argumentos de caráter funcional passado a dominar o discurso sobre a possibilidade teórica da sociedade ser sócia de si mesma e as consequências da manutenção de ações em tesouraria no tocante aos direitos e deveres oriundos das ações. Por exemplo, é possível falarmos no instituto da confusão? Qual é o instituto jurídico que se aplica à “morte” dos (ou de alguns dos) direitos das ações em tesouraria – seria o caso de uma ineficácia? Também nos pareceu importante retomar a discussão (já introduzida no Brasil por Calixto Salomão Filho em 1998) da possibilidade teórica da sociedade sem sócios: temos uma visão pouco contratualista da sociedade, e mais organizativa, de forma que não nos parece absolutamente inconcebível a existência de uma sociedade sem sócios, muito embora nos seja forçoso reconhecer que diversos entraves práticos provavelmente não a viabilizaram na atual conjuntura do direito posto.

Por último, avaliaremos as consequências que resultam dos negócios com as próprias ações para algumas instâncias societárias, especialmente aquelas envolvendo o exercício de direitos dos minoritários, cálculo de quóruns e regime jurídico das ações em tesouraria (argumentando sobre quais direitos efetivamente estão sujeitos aos limites da Lei das S.A. e da Instrução CVM 10). O ponto principal deste item será a avaliação do fenômeno da concentração dos direitos patrimoniais e políticos das ações remanescentes após a recompra, mas não da titularidade do capital social total emitido (eis que as ações em tesouraria são inegavelmente ações emitidas).

A terceira viga mestra do nosso estudo será a avaliação do tema sobre o prisma dos aspectos de mercado que ele suscita, ou seja, em que termos os interesses dos investidores e do mercado de capitais podem ser atingidos e são, portanto, tutelados pelo direito. Começaremos, logicamente, por brevemente recordar as razões pelas quais existem as normas jurídicas acerca do mercado de capitais, e qual a função a que elas se destinam dentro da ordem jurídica, sem nos aprofundarmos muito (mas mencionando quando necessário) as fundamentais noções de finanças societárias exigidas para uma boa compreensão das regras de controle e limitações.

Após essa reflexão inicial, iniciaremos as nossas discussões pela avaliação da utilização das recompras de ações próprias como técnica de defesa contra ofertas hostis de

aquisição do controle societário. Não o Brasil<sup>12</sup>, mas outros países convivem com o mecanismo da recompra de ações como uma das formas pelas quais a companhia pode defender-se de ofertas não previamente negociadas de aquisição de seu controle. Assim, no momento de anúncio de uma oferta pública de aquisição do controle, a companhia alvo, como se costuma denominá-la, por expressa permissão estatutária, pode começar a lançar ofertas de recompra das próprias ações no mercado (em bolsa, via de regra), atingindo simultaneamente dois resultados que podem inviabilizar a oferta de aquisição em andamento: escalada vertiginosa do preço de mercado das ações, por conta do repentino aumento da demanda por elas (regra básica de formação de preço) e, também, pela diminuição das ações em circulação livre no mercado (i.e., diminui-se a base de acionistas que poderiam votar afirmativamente à oferta). Analisaremos, aqui, a eficácia das recompras de ações como forma de defesa e quais as formas que elas podem assumir (recompras a mercado vs. ofertas públicas de aquisição das próprias ações), comparando-as também com o regime norte-americano (aliás, o regime dos Estados Unidos da América – “EUA” será o único utilizado como forma de comparação neste capítulo, dado o desenvolvimento óbvio do mercado de capitais desse país). Muito embora este tópico tenha intrínseca ligação com o interesse dos acionistas, houvemos por bem alocá-lo no capítulo referente ao interesse dos investidores, tendo em vista que é um mecanismo disponível apenas para companhias abertas e que tem evidente impacto no funcionamento do mercado de capitais. Como dissemos, será impossível realizar uma separação estanque entre operações vis-à-vis apenas um interesse digno de tutela: normalmente todos os centros de interesse são tutelados em todos os negócios de que falaremos.

Trataremos, em seguida, das formas sob as quais as ações próprias e as recompras são inseridas dentro do contexto de análise das manipulações de mercado (conforme a definiremos oportunamente) e da negociação das ações com base em informações relevantes e não públicas (chamadas de “privilegiadas”) que sejam de conhecimento de

---

<sup>12</sup> Quem melhor enfocou a questão dos negócios com as próprias ações do ponto de vista dos interesses organizativos envolvidos, no Direito brasileiro, foi Fábio Konder Comparato. O autor visualiza estes negócios sob o ângulo do reforço do poder de controle – diferentemente do que é comum nos demais comentários da doutrina, que se limitam a elucidar aspectos patrimoniais da operação –, e ensina que “dentre as razões da proibição, em princípio, de negociação da sociedade anônimas com as ações que emitiu, avulta a de se evitar que os controladores reforcem com isso o seu poder, utilizando-se dos fundos sociais”. O autor também nota, mesmo que brevemente, a função de técnica de defesa contra aquisições hostis de controle. Verifica-se um avanço na discussão, com a obra de Comparato, na medida em que não se refere o autor simplesmente à suspensão do direito de voto (regime jurídico das ações em tesouraria, assunto para o qual dedicaremos um item do trabalho) e garantia dos credores (aspectos patrimoniais), fazendo referência a intuítos subjacentes, como a organização do controle societário e a proteção contra aquisição hostil do controle. Cf. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., Forense, Rio de Janeiro, 2005, pp. 208 - 213.

algumas pessoas – e, como veremos, da própria companhia. O item abordará intrigantes questões como as relacionadas à teoria da imputação do conhecimento da informação privilegiada à companhia, assim como as regras de manipulação de mercado e as formas sob as quais é possível criar um quadro de proteção para as companhias exercerem seus programas de recompra sem serem alvo de alegações de manipulação: afinal, a mera interferência da companhia no mercado de suas ações não geraria demanda artificial e modificações no preço? Discorreremos sobre o atual formato das políticas de negociação de ações de companhias abertas previstas na Instrução CVM 358, de 03 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 358”) e de que modo essa política protege a companhia que recompra seus papéis de imputações de *insider trading*. Para ambas as regras (manipulação de mercado e *insider trading*), traremos a comparação com as respectivas regras norte-americanas, avaliando a posição do direito vigente no Brasil. Também elucidaremos quais os períodos considerados de vedação absoluta à negociação pelas normas da CVM.

Por último, mas não menos importante, convém, necessariamente, analisarmos também outras estruturas que não tão obviamente se enquadram na proibição legal de negócios com as ações próprias. Eis a motivação para que estudemos como o arcabouço regulatório atinente a tais negócios conversa com o desenvolvimento do mercado de capitais, com o surgimento de novas estruturas financeiras (como os fundos de investimento e os fundos “passivos” de investimento em índice de ações) e com o surgimento inexorável de novos instrumentos financeiros de gerenciamento de risco no mercado financeiro e de capitais (*swaps*, opções e outros derivativos referenciados em ações de emissão da própria companhia geram peculiar perplexidade). Parece cristalino, desta forma, que as disposições do direito societário sobre este assunto são, em última análise, altamente influenciadas por inovações de instrumentos financeiros, que lhes impõem novos e intrincados desafios. Chegaremos a eles em seu devido tempo.

O último capítulo será dedicado à conclusão e ao teste, não propriamente de uma tese, mas de uma suspeita. Considerando o inegável amadurecimento dos mercados financeiro e de capitais e da economia brasileira em geral, parece-nos salutar reavaliar se as normas atualmente vigentes (editadas, como vimos, sob uma realidade absolutamente distinta como era a das décadas de 1970 e 1980) continuam cumprindo o desejado papel ou se, ao contrário, essas proibições (ou os fundamentos sob os quais se baseiam) tendem a não mais refletir a realidade do Brasil e, portanto, merecem modificações, o que nos levará a tentar responder a seguinte inquietação: sopesando-se os objetivos e as soluções atuais do direito positivo, tendo em vista os fundamentos em que se baseiam, é possível que o

enfoque excessivo no capital social e na proteção dos interesses dos credores nos coloque em uma situação de restrições legais desnecessárias e que prejudicam o desenvolvimento do nosso mercado de capitais e da nossa economia? É recomendável ou útil a sugestão de normas mais flexíveis acerca deste instituto, de modo a contrabalancear eventuais vantagens de sua utilização contra os riscos que ele carrega? Do ponto de vista do mercado de capitais, em que pese a inegável (e tão bem exercida!) função estabilizadora da CVM, em que medida as normas sobre o assunto poderão ser aperfeiçoadas<sup>13</sup>?

Por fim, cumpre novamente salientar que não nos dispusemos a esgotar todos os assuntos tangenciados neste estudo. Como afirmamos, o espectro de conceitos e institutos jurídicos atingidos pela análise aprofundada dos negócios da companhia com ações de sua emissão é muito amplo, apesar de o assunto ter merecido apenas um artigo da Lei das S.A. Por isso, objetivamos, acima de tudo, um mapeamento racional sobre eles, evidenciando as discussões acerca de cada um e dando nossa opinião acerca do estado da arte do direito brasileiro sobre cada ponto. Naturalmente, muitos desses assuntos poderiam ser objeto de monografia específica, o que inclusive incentivamos, de forma que seria presunçoso pretender refletir e esgotar todos os temas.

---

<sup>13</sup> O autor desde já deixa consignada a coincidência: após mais de 30 anos de positividade, a CVM pretende revogar a Instrução CVM 10 e substituí-la por outra, de conteúdo mais moderno e atualizado, conforme estabelecido no Edital de Audiência Pública n.º 11/13, da Superintendência de Desenvolvimento com o Mercado da CVM, publicado em 30 de outubro de 2013. Exporemos no capítulo final e/ou nas nossas conclusões, de que maneira a minuta de nova instrução da CVM endereça algumas das preocupações que levantamos no decorrer de nosso estudo, mas, considerando o prazo da audiência pública (que vai até 03 de fevereiro de 2014), será impossível a este autor incorporar as suas normas ao texto de maneira definitiva, já que a instrução final será positivada pela CVM muito depois do depósito desta dissertação.

## 2. CONCLUSÃO

A análise da função que os institutos jurídicos concretamente desempenham em um dado momento histórico faz possível a identificação – como notava Carbonetti, com fulcro em Ascarelli<sup>14</sup> – de “institutos progressivos e regressivos”, em desenvolvimento ou em decadência; institutos cuja utilização é intensificada, encontrando novas funções, e aqueles que gradativamente perdem espaço no ambiente empresarial. Entre as matérias “progressivas”, no sentido dado a essa expressão, encontra-se notadamente a dos negócios da companhia com suas ações.

Depois de quase 40 anos de sua entrada em vigor, a Lei das S.A. ainda não sofreu nenhuma reforma no regime jurídico estatuído em 1976 para as negociações com as próprias ações. Tampouco a CVM tinha manifestado interesse em reformular a disciplina regulatória contida na antiga Instrução CVM 10. Ocorre que há um irrefutável movimento prático e doutrinário em torno da matéria, o que se verifica pelas constantes alterações que vem sofrendo do ponto de vista legal em vários países.

Desde a edição da primeira lei que tratou do tema, em 1870, houve um quase inacreditável desenvolvimento teórico, que possibilitou uma cada vez maior flexibilidade nos regimes jurídicos restritivos. Assim, acrescentaram-se, aos poucos, numerosas exceções à proibição originalmente absoluta. A Alemanha foi, e continua sendo em certa medida, o país de liderança na matéria: mesmo a *Aktienrechtsnovelle* de 1870 merece aplausos por de ter sido a primeira norma a ter reconhecido a existência de um problema inerente a esses negócios – o capital social, e o interesse dos credores, aparecem como primeiro grupo de referência a que se devia proteger.

A regulação das ações próprias constitui, verdadeiramente, **a história de um problema**, marcada muitas vezes por **vontades políticas** oriundas da necessidade de se apaziguarem ou controlarem os efeitos de escândalos envolvendo tais negócios. Assim ocorreu, por exemplo, na Alemanha de 1930: com a economia ainda devastada pela Primeira Guerra Mundial, viu suas companhias industriais e financeiras mergulharem em desastrosa crise; muitas delas apelando à bancarrota em curtíssimo espaço de tempo. Averiguando-se os fundamentos da crise, revelaram-se os nefastos usos das ações próprias e propagou-se sua natureza diabólica: o tema ganhou as ruas e bradava-se que o regime em vigor era então muito leniente e permissivo. Positivou o então presidente Hindenburg a

---

<sup>14</sup> Cf. Francesco Carbonetti, *Acquisto di Azioni Proprie e Patrimonio...*, cit., p. 1120.

*Notveordnung* de 1931, norma de cunho evidentemente emergencial e de motivação manifestamente política – até hoje é essa reforma legal que dita o núcleo básico da regulação do tema na Alemanha.

Partindo do problema fundamental de escudar o interesse dos credores sociais, o século XX testemunhou o descobrimento de vários outros; passaram a ser dignos de tutela jurídica pelo direito societário os interesses dos **credores, dos acionistas e dos investidores do mercado**. Debruçaram-se sobre os interesses desses grupos de referência tanto juristas quanto financistas; os primeiros, buscando cunhar teorias e mecanismos jurídicos cada vez mais complexos de controle da liberdade da companhia; os segundos, estudando os impactos de sua utilização no gerenciamento das finanças sociais (*strumento utile di finanza aziendale*<sup>15</sup>), argumentando em favor de sua desburocratização.

Da estigmatização passou-se então à racionalização.

Ao estudar o seu plano de ação para os anos que se seguiriam, por exemplo, a União Europeia, berço da teoria do capital social como se a conhece em todo o mundo jurídico de tradição continental, chegou até mesmo a tangenciar a possibilidade de substituição do capital social como fundamento do regime de vedação! Cogitou-se, à época, introduzir o conceito dos testes de solvência de origem norte-americana (muito embora o estudo não tenha sido concluído e o regime ainda permaneça vinculado ao capital social). A racionalização moderna do instituto é tamanha que até mesmo o legislador comunitário europeu está aberto à ideia de reavaliar o regime do capital como fundamento proibitivo, abalando o núcleo duro do pensamento histórico do tema desde o século XIX. Nos EUA, a SEC constantemente busca aprimorar as suas regras, tendo sua última audiência pública (ainda não transformada em regra) sido feita em 2010 – há apenas 4 anos. Entre os anos de 2006 e 2010, houve na Inglaterra e na Itália semelhante movimento de atualização normativa.

Não passou despercebido do regulador brasileiro a necessidade de enfrentar a dura tarefa de atualização das normas que regem os negócios com as próprias ações. Como falamos, passados mais de 20 anos da edição da Instrução CVM 10 – tendo sofrido apenas alterações pontuais nesse período –, a CVM colocou em audiência pública uma minuta de instrução que a revogará, substituindo-a por outra de cunho mais moderno.

A minuta de nova instrução prevista no Edital de Audiência Pública SDM n.º 11/13 acerta mais do que erra.

---

<sup>15</sup> Cf. Barbara Pozzo, *op. cit.*, p. 7.

Sem pretendermos esgotar os temas ali previstos, acerta ao sugerir a inclusão de uma seção inteira dedicada à criação de “presunções de regularidade” (art. 10) nos negócios da anônima com suas ações, sob a perspectiva da manipulação de mercado, nos termos efetuados nos EUA pela *Rule* 10b-18 – assunto hoje virtualmente não regulado pela CVM. Ainda que se possa argumentar que a utilização de presunções como política regulatória não é frequente no Brasil, enxergamos com bons olhos a sua adoção – ao menos do ponto de vista probatório haverá claro benefício às companhias (seria prudente, por outro lado, dada a novidade dessa forma de regulação, que a CVM esclarecesse a forma de atuação da presunção – esclarecimentos estes que poderiam ter o teor que já mencionamos ao longo do trabalho). Acerta, igualmente: (i) ao colocar fim à discussão sobre a possibilidade de bonificação e desdobramento de ações em tesouraria, corretamente passando a permiti-las (art. 9º, §1º, I e II), (ii) ao esclarecer o momento da verificação de existência de saldo de lucros e reservas disponíveis para a aquisição (art. 6º, §§3º e 4º), prescrevendo, inclusive, que sua insuficiência não poderá ser alegada pela companhia para adimplir obrigações de liquidação futura que tenha contraído e (Art. 6º, §5º), (iii) ao retirar a bizarra necessidade de submissão dos negócios privados à prévia aprovação da CVM, passando a remetê-los, em alguns casos, à assembleia geral (art. 3º).

Erra gravemente, entretanto, ao pretender retirar o voto das ações adquiridas pelas contrapartes da companhia em contratos derivativos referenciados em suas ações e com ela firmados – como já defendemos, a CVM não possui competência para regular o voto de ações comuns, como nitidamente são essas.

Inova, por final, ao criar um complexo e fragmentado sistema de controle do apreçamento das ações próprias (Art. 3º, §5º) no contexto de derivativos. Não temos como afirmar, de antemão, se a solução proposta será adequada aos anseios do mercado. No entanto, parece-nos que a solução proposta, por mais que seja coerente de um ponto de vista de estratégia normativa, é demasiadamente prolixa para que possa gerar a segurança jurídica pretendida. Com efeito, imaginamos ser muito improvável que a CVM consiga regular o preço de derivativos sob a fórmula de “uma regra para todos”, dada a inegável presença de milhares de estruturas possíveis.

Tudo visto, é forçoso aplaudir a CVM pelo louvável esforço empreendido na elaboração dessa minuta de instrução; quando positivada, certamente contribuirá para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro.

Por final, do ponto de vista geral, talvez a única conclusão digna de ser repetida neste capítulo é a de que os negócios com ações próprias passem a ser estudados na

perspectiva das suas **condições de validade**. Tais condições de validade estão espelhadas nas três colunas de proteção aos grupos de referência de que falamos no decorrer de nosso estudo. Em primeiro lugar, a existência das regras de **utilização de lucros e reservas disponíveis e dos critérios de contabilidade das ações próprias**, como se viu, evita que negócios com as mesmas possam prejudicar o **interesse dos credores**. Em segundo lugar, o atendimento ao princípio do **tratamento igualitário dos acionistas** – por meio de incentivos à participação mais direta (em maior ou menor medida) da assembleia geral de acionistas no processo decisório relativo a tais negócios –, aliado ao **regime protetivo do conflito de interesses e do abuso do poder de controle e ao tratamento dos cálculos de quóruns**, já garantem uma forma efetiva de proteção dos acionistas. Por último, as regras da CVM sobre **manipulação de mercado, transparência e insider trading** (além das normas específicas sobre os negócios com as próprias ações pelas companhias abertas) garantem a proteção dos interesses dos investidores e do mercado de capitais.

Atendidas a todas as finalidades perseguidas por essa rede de normas protetivas, não visualizamos razão coerente para vedar qualquer tipo de negócio da companhia com as próprias ações: precisa-se abraçar de vez a racionalização do instituto, abandonando o entendimento acerca do caráter taxativo das exceções previstas no art. 30 da Lei das S.A.

Concordando com Ascarelli, concluímos que o exame de toda e qualquer disposição acerca das sociedades anônimas – e, por conseguinte, da Lei das S.A. – deve ser feito livre de preconceitos, uma vez que os usos e abusos perpetrados por seu intermédio são **congênitos à sua própria existência**. As anônimas podem representar tanto progressos quanto crises, dependendo do uso que delas se faça<sup>16</sup>. Daí não poder ser acolhida como política legislativa a tendência de adoção de restrições graves em decorrência da má-utilização, por poucos, de um instituto que é útil a muitos.

Terminamos, assim, reproduzindo uma máxima proferida por Clodomir Cardoso (na nossa visão, a pessoa que mais se aprofundou no estudo destes negócios no Brasil, depois de Philomeno J. da Costa) ao apresentar à Câmara dos Deputados seu primeiro projeto de lei sobre as sociedades por ações, em 1928: “das leis de sociedades anonyms, tem-se ditto que envelhecem depressa”<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Cf. José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho (coords.), *Direito das Companhias*, cit., p. 8. Cf. também Luiz Antônio Sampaio Campos, *Algumas Notas sobre a Utilização do Lucro do Exercício em Curso: Dividendo e Recompra*, in Marcelo Vieira von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário...*, cit., p. 418.

<sup>17</sup> Cf. Clodomir Cardoso, *op. cit.*, p. 59.

### 3. BIBLIOGRAFIA

1. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário (Abuso das Posições Subjetivas Minoritárias)*, Tese (Doutorado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.
2. ADESSI, G. *Acquisto di Azioni Proprie: Per Conto di Chi?*, in *Rivista delle Società*, Vol. 29, n.º 3, maio-junho de 1984, pp. 437 a 466.
3. AKHTAR, Shamshad. *Demutualization of Stock Exchanges – Problems, Solutions and Case Studies*, publication n.º 100602, Asia Development Bank, 2002.
4. ALBANESE, Antonio. *Operazioni Sulle Azioni Proprie (e Leveraged Buy Out) nel Nuovo Diritto Societario*, in *Contratto e Impresa – Dialoghi con La Giurisprudenza Civile e Commerciale*, Vol. 23, n.º 2, Cedam, 2007, pp. 353 a 386.
5. ANDREWS, William D. *The Stockholders' Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, *Harvard Law Review*, Vol. 78, N.º 3, 1965, pp. 505 a 563.
6. ARANGIO-RUIZ, Vincenzo. *La Società in Diritto Romano*. Napoli: Dott. Eugenio Jovene, 1982.  
 \_\_\_\_\_ . *Instituzioni di Diritto Romano*. 14 ed. Napoli: Dott. Eugenio Jovene, 2006.
7. ARMOUR, John. *Legal Capital: An Outdated Concept?* Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper n.º 320, Março de 2006.
8. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, Bookseller, Campinas, 2001.  
 \_\_\_\_\_ . *Curso de Direito Commerciale*, 3ª Ed., Giuffrè, Milão, 1962.  
 \_\_\_\_\_ . *Problemi Giuridici*, vol. 1, Giuffrè, Milão, 1959.  
 \_\_\_\_\_ . *Saggi di Diritto Commerciale*, Giuffrè, Milão, 1955.  
 \_\_\_\_\_ . *Studi in Tema di Società*, Giuffrè, Milão, 1952.  
 \_\_\_\_\_ . *Panorama do Direito Comercial*, 2ª ed., Minelli, Sorocaba, 2007.
9. ASSMAN, Hans Dieter, et. Al. *Übernahmeangebote*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft 9, de Gruyter, Berlin, 1990.  
 \_\_\_\_\_ . *Gesellschaftsrecht – Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen*, 6ª ed., C.F. Müller, Heidelberg, 2006.
10. ASQUINI, Alberto, *Profili dell'impresa*, in *Rivista Del Diritto Commerciale*, 1943, v. 41, I, in COMPARATO, Fábio Konder (trad.), *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Malheiros, São Paulo, nº 104.
11. BAUERMEISTER, Livinston M. *Aquisição das Próprias Ações pela Companhia Emissora*, Dissertação (Mestrado em Direito), Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade de São Paulo – PUC-SP, 2008.

12. BEBCHUCK, Lucian Arye. *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 12, pp. 911-949, 1987, disponível em <http://ssrn.com/abstract=480301>.  
\_\_\_\_\_. *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, The Quarterly Journal of Economics, novembro de 1994, pp 957 a 966, disponível em <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/qje.94.pdf>.
13. BERTINI, Alessandro. *Contributo allo Studio dello Situazioni Giuridiche degli Azionisti*, Giuffrè, Milão, 1951.
14. BIERMAN JR. Harold e WEST, Richard. *The Acquisition of Common Stock by the Corporate Issuer*, in The Journal of Finance, Vol. 21, N.º 4, 1966, pp. 687 a 696.
15. BLACKSTOCK, Leo G. *A Corporation's Power To Purchase Its Own Stock and Some Related Problems*, in Texas Law Review, Vol. 13, 1934/1935.
16. BODIE, Svi; KANE, Alex e MARCUS, Alan J. *Investments*, 6ª ed., McGraw-Hill, New York, 2005.
17. BRUDNEY, Victor. *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, California Law Review, Vol. 71, N.º 4, 1983, pp. 1073 a 1133.
18. BUCK-HEEB, Petra, *Kapitalmarktrecht*, C.F. Muller, Heidelberg, München, Landsberg, Berlin, 2006.
19. BULGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*, 5ª Ed., Atlas, São Paulo, 1988.  
\_\_\_\_\_. *Direito Comercial*, 8ª ed., Atlas, São Paulo, 1991.
20. BULHÕES, Carlos Eduardo. *Opiniões Jurídicas*, Forense, Rio de Janeiro, 2002.
21. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia (Conceitos Fundamentais)*, Forense, Rio de Janeiro, 1989.
22. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.*, Renovar, Rio de Janeiro, 1992.  
\_\_\_\_\_. (coords.). *Direito das Companhias*, 2 volumes, Forense, Rio de Janeiro, 2009.
23. BRADLEY, Michael e ROSENZWEIG, Michael. *Defensive Stock Repurchases*, in Harvard Law Review, Vol. 99, 1986.
24. BRADLEY, Michael e WAKEMAN, L. Macdonald. *The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 301 a 328.
25. BRANDÃO LOPES, Mauro. *Aquisição das Cotas Sociais pela Sociedade*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n.º 25, RT, São Paulo, 1977.
26. CAHN, Andreas. *Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb Eigener Aktien*, in Institutue for Law and Finance Working Paper 61, Goethe Universität, Frankfurt, 2007.
27. CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 1, Forense, Rio de Janeiro, 1977.

28. CAMUZZI, Scotti. *Acquisto delle Proprie Azioni, Utile e Utile d'Esercizio*, in *Rivista delle Società*, Vol. 15, n.° 3/4, 1970, pp. 617 a 658.  
\_\_\_\_\_. *Acquisto delle Proprie Azioni e Diritti delle Azionisti*, in *Rivista delle Società*, Vol. 18, n.° 1/2, 1973, pp. 1 a 60.
29. CARBONETTI, Francesco. *Acquisto di Azioni Proprie e Insider Trading*, in *Rivista delle Società*, Vol. 34, n.° 5, settembre-outubro de 1989, pp. 1009 a 1025.  
\_\_\_\_\_. *Acquisto di Azioni Proprie e Patrimonio Sociale*, in *Rivista delle Società*, Vol. 27, n.° 6, novembre-dezembro de 1982, pp. 1120 a 1150.
30. CARCANO, Giuseppe. *Acquisto di Azioni Proprie come Tecnica di Difesa dalle Scalate: la CEE Rafforza il Divieto*, in *Rivista delle Società*, Vol. 37, n.° 5/6, settembre-dezembro de 1992, pp. 1310 a 1313.  
\_\_\_\_\_. *L'Acquisto delle Proprie Azioni in un Libro Verde Britannico*, in *Rivista delle Società*, Vol. 25, n.° 6, novembre-dezembro de 1980, pp. 1292 a 1304.  
\_\_\_\_\_. *Opa Ostili e Acquisto "Difensivo" di Azioni Proprie negli Stati Uniti*, in *Rivista delle Società*, Vol. 33, n.° 5/6, settembre-dezembro de 1988, pp. 1238 a 1266.
31. CARDOSO, Clodomir. *Sociedades Anonymas – Projecto Organizado*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1932.
32. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, volumes III e IV, 4ª Ed., Freitas Bastos, Rio de Janeiro - São Paulo, 1954 e 1946.
33. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, Vol. 1, 5ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2007.  
\_\_\_\_\_. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas – Seu Modelo Econômico*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1976.
34. CHEFFINS, Brian R. *Company Law, Theory, Structure and Operation*, Clarendon Press, Oxford, 1997.
35. CHIOMENTI, Francesco. *Può la Società Esercitare per le Azioni Proprie in Portafoglio il Diritto di Opzione su un Aumento di Capitale?* in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1980, I, pp. 407 e ss.
36. CHOPER, Jesse H.; EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations (Gilbert Law Summaries)*, 15ª ed., Thomson, Chicago, 2005.
37. CLARK, Frederick H. *Legality of Purchase by a Coporation of its Own Stock*, in *The American Law Register (1898 – 1907)*, Vol. 49, N.° 7, Vol. 40 New Series, 1901, pp. 398 a 424.
38. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*, Brown, Boston, 1986.
39. CODORNIZ, Gabriela Bonini. *Aquisição por Companhias Abertas de Ações de sua Emissão*, Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.
40. COFFEE Jr., John C.; KLEIN, William A. *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, Foundation press, New York, 2004.

41. COLUMBIA LAW REVIEW. *Power of a Corporation to Acquire its Own Stock*, Vol. 13, n.º 2, 1913.
- \_\_\_\_\_. *Corporate Stock Repurchases under the Federal Securities Laws – Notes*, Vol. 66, 1966.
42. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer/CVM/SJU/n.º 91*, de 28/12/1982.
43. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Bruxelas, 21 de maio de 2003.
44. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*, RT, São Paulo, 1970.
- \_\_\_\_\_. *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1978.
- \_\_\_\_\_. *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1981.
- \_\_\_\_\_. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, Saraiva, 1990.
- \_\_\_\_\_. ; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª Ed., Forense, Rio de Janeiro, 2005.
45. CORREIA, António Ferrer. *Estudos Jurídicos II – Direito Civil e Comercial e Direito Criminal*, Atlântida, Coimbra, 1969.
46. CORVO, Erick dos Anjos. *Resgate de Ações no Direito Brasileiro – As Operações e suas Funções*, Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.
47. COSTA, Philomeno José da. *Operações da Anônima com as Ações de seu Capital*, Tese de Cátedra da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1965.
- \_\_\_\_\_. *Anotações às Companhias*, Vol. 1, Revista dos Tribunais, São Paulo, 1980.
48. COUTO SILVA, Alexandre. *Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*, Saraiva, São Paulo, 2013.
49. CRESPI, Alberto. *Acquisto di Azioni Proprie e “Bilancio Regolarmente Approvato” ex art. 2357 c.c.*, in *Rivista delle Società*, Vol. 34, n.º 6, novembro-dezembro de 1989, pp. 1169 a 1187.
50. CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. *Sociedades por Ações*, volumes 1 a 5, Saraiva, São Paulo, 1972.
51. DALMARTELLO, Arturo. *Conflito di Interessi nell’Acquisto delle Proprie Azioni ex art. 2357 c.c.*, in *Rivista delle Società*, 1959, pp. 189 e ss.
- \_\_\_\_\_. *Ammissibilità del c.d. “Trading” di Azioni Proprie*, in *Rivista delle Società*, Vol. 28, n.º 3, maio-junho de 1983, pp. 649 a 654.
52. DAVIES, Paul L. *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, 8ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 2008.

53. DE PLÁCIDO E SILVA. *Noções Práticas de Direito Comercial*, 12ª ed., Vols. 1 e 2, Forense, Rio de Janeiro, 1965.
54. DEUTSCHER BUNDESTAG. *Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koodinierung des Gesellschaftsrechts*, BT-Drucksache 8/1678, 31 de março de 1978.
- \_\_\_\_\_. *Entwurf eines Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts*, BT-Drucksache 12/7848, 14 de junho de 1994.
55. DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (DAI). *Der Erwerb Eigener Aktien in Deutschland - Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft*, Frankfurt a.M., junho de 1999.
56. DODD JR., E. Merrick. *Purchase and Redemption by a Corporation of its Own Shares: The Substantive Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 89, 1941.
57. DOLMETTA, Aldo Angelo. *Sulle Conseguenze Civilistiche dell'Acquisto di Azioni Proprie Compiuto in Violazione dei Divieti di Legge*, in *Rivista delle Società*, Vol. 41, n.º 2/3, março-junho de 1996, pp. 338 a 367.
58. DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, 2ª ed., Coimbra, Coimbra, 2004.
59. DREYFUSS, Gilbert. *Distributions to Shareholders under the New California General Corporation Law*, in *Loyola of Los Angeles Law Review*, Vol. 9, 1976.
60. EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R. *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review*, Vol. 94, 1981.
61. ELLIOT, Jennifer. *Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective*, in *IMF Working Paper*, WP/02/119, 2002, pp. 1-30, 2002. Disponível para consulta em <http://ssrn.com/abstract=879869>.
62. EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials – Concise 8<sup>th</sup> Edition*, Foundation Press, New York, 2000.
63. EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005.
- \_\_\_\_\_. *et al. Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 2ª ed., Renovar, São Paulo, 2008.
64. ENRIQUEST, Luca e MACEY, Jonathan R. *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, *Cornell Law Review*, vol. 86.
65. FANELLI, G. *Le Partecipazioni Sociali Reciproche*, Milão, Giuffrè, 1957.
- \_\_\_\_\_. *Il Regime delle Partecipazioni Reciproche e La Nozione di 'Controllo' e di 'Collegamento' fra Società*, in *Studi in memoria de Tullio Ascarelli*, Milão, 1969, vol. 2.
66. FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, New York, 2008.
67. FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de Sociedades Mercantis*, 5 volumes, 5ª Ed., Ed. Nacional do Direito, Rio de Janeiro, 1958.

- \_\_\_\_\_. *Código das Sociedades Comerciais*, Revista dos Tribunais, São Paulo, 1938.
68. FERRI, Giuseppe. *Le Società*, 2ª Ed. UTET, Turim, 1985.
69. FERRO-LUZZI, Paolo. *I Contratti Associativi*, 3ª Ed., Giuffrè, Milão, 2001.
- \_\_\_\_\_. *L'«Antropofagia» Societaria; Riflessioni sulla Natura e sulle Vicende delle Azioni Proprie in Portafoglio*, in *Rivista delle Società*, Vol. 46, n. 5, setembro-outubro 2001, pp. 1276 a 1291.
70. FLUME, Werner. *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, vol. 1, Springer, Berlin Heidelberg New York London Paris Tokyo Hong Kong Barcelona Budapest, 1977.
- \_\_\_\_\_. *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Das Rechtsgeschäft*, vol. 2, Springer, Berlin Heidelberg New York London Paris Tokyo Hong Kong Barcelona Budapest, 1992.
71. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.*, Malheiros, São Paulo, 1993.
- \_\_\_\_\_. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S.A.*, Malheiros, São Paulo, 1999.
- \_\_\_\_\_. *Lineamentos da Reforma do Direito Societário Italiano em Matéria de Invalidade das Deliberações Assembleares*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Malheiros, São Paulo, nº 134.
- \_\_\_\_\_. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, Malheiros, São Paulo, 2009.
- \_\_\_\_\_. (coord.) *Direito Societário Contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009.
72. FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*, Quartier Latin, São Paulo, 2006.
73. FRIED, Jesse M. *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, in *University of Chicago Law Review*, Vol. 67, 2000.
74. GABRIELLI, Marcio Fernandes e SAITO, Richard. *Recompra de Ações: Regulamentação e Proteção dos Minoritários*, in *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 44, n.º 4, pp. 54 e ss.
75. GADOW, W., HEINICHEN, E., SCHMIDT, Eberhard, SCHMIDT, W., WEIPERT, O., *Aktiengesetz Kommentar*, Walter de Gruyter & Co, Berlin, 1939.
76. GADOW, W. e HEINICHEN, E. *Aktiengesetz Grosskommentar (herausgegeben von Klaus J. Hopt und Herbert Wiedemann)*, Walter de Gruyter, Berlin, 1993.
77. GALGANO, Francesco. *Diritto Privato*, 6ª Ed., CEDAM, Pádua, 1990.
- \_\_\_\_\_. *Il Nuovo Diritto Societário*, CEDAM, Pádua, 2003.
- \_\_\_\_\_.; GENGHINI, Riccardo. *Il Nuovo Diritto Societário, I (Le nuove società di capitali e cooperative)*, 3ª Ed., CEDAM, Pádua, 2006.
78. GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia universale del diritto commerciale*. Torino: UTET, 1913.

79. GOLDSTEIN, Elliott. *Revision of the Model Business Corporation Act*, in Texas Law Review, Vol. 63, 1984/1985.
80. GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Markets*, Cornell Law School Working Papers, setembro de 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1121037>.
81. GOWER, Laurence C. B. *The Purchase by a Company of Its Own Shares – A Consultative Document*, Her Majesty's Stationery Office, Cmnd. 7944, 1980.
82. GRANDE STEVENS, Franzo. *Questioni in Tema di Insider Trading e di Compravendita di Azioni Proprie*, in *Rivista delle Società*, Vol. 36, n.º 4, 1991, pp. 1006 a 1009.
83. GRÜNEWALD, Barbara. *Gesellschaftsrecht*, 6ª ed., Moh Siebeck, Tübingen, 2005.
84. GUERREIRO, José Alexandre Tavares; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, 2 volumes, Bushatsky, 1979.
85. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Aquisição de Quotas pela Própria Sociedade, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 36, RT, São Paulo, 1979.
- \_\_\_\_\_. *Contratos Coligados, Swap, Vedação de Negociação com as Próprias Ações e Proibição de Comportamento Contraditório*, in Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira (coords.), *Processo Societário*, Quartier Latin, São Paulo, 2012.
86. HALPERÍN, Isaac. *Sociedades Anónimas*, Depalma, Buenos Aires, 1975.
87. HARVARD LAW REVIEW. *Right of a Corporation to Purchase its Own Stock*, Vol. 27, N.º 8, 1914, pp. 747 a 750.
88. HAUSCH, Donald B. e SEWARD, James K. *Signaling with Dividends and Share Repurchases: A Choice between Deterministic and Stochastic Cash Disbursements*, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 6, N.º 1, 1993, pp. 121-154.
89. HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard. *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California Law Review*, Vol. 79, N.º 4, 2006.
- \_\_\_\_\_. *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, N.º 3, 2008.
90. HUECK, Alfred. *Aktiengesetz von Adolf Baumbach, Beck'sche Kurz-Kommentare*, Band 23, Beck, München e Berlin, 1951.
- \_\_\_\_\_. *Gesellschaftsrecht – Ein Studienbuch*, 3º ed., Beck, Munique, 1951.
91. IGLESIAS, Juan. *Derecho romano*. 15 ed. Barcelona: Ariel, 2007.
92. INGLEZ DE SOUZA, Herculano Marques. *Direito Commercial*, 4ª ed., Companhia Dias Cardoso, Juiz de Fora, 1926.
93. INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION. *European Repo Market Survey – Number 24, December 2012*, disponível em [www.icma-group.org](http://www.icma-group.org).

94. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on "Stock Repurchase Programs"*, fevereiro de 2004.
95. ISRAELS, Carlos L. *Problems of Par and No-Par Shares: A Reappraisal*, in *Columbia Law Review*, Vol. 47, 1947.
- \_\_\_\_\_. *Corporate Repurchase of Its Own Shares – Are There New Overtones?* in *Cornell Law Review*, Vol. 50, 1964/1965.
96. IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Arioaldo dos. *Manual de Contabilidade Societária*, Atlas, São Paulo, 2010.
97. JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 1986.
98. JUSTO, A. Santos. *Direito privado romano – II (direito das obrigações)*. 2ª ed. Coimbra: Coimbra, 2006.
99. KAKANI, Ram Kumar e JOSHI, Tejas. *Cross Holding Strategy to Increase Control: Case of the Tata Group*, XLRI Jamshedpur School of Management, Working Paper 06-03 (March 2006).
100. KASER, Max. *Direito privado romano*. Trad. de Samuel Rodrigues e Ferdinand Hämmerle. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1999.
101. KENNEDY, W. McNeil. *Transactions by a Corporation In its Own Shares*, in *Business Lawyer*, Vol. 19, 1963-1964.
102. KESSLER, Robert A. *Share Repurchases under Modern Corporations Laws*, in *Fordham Law Review*, Vol. 28, 1959/1960.
103. KITANOFF, Alexander, *Der Erwerb eigener Aktien: Aktienrückkäufe und Interessen der Gläubiger, Aktionäre und des Kapitalmarkts*, Peter Lang, Zürich, 2008.
104. KRAAKMAN, Reinier R. e outros; *The Anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Oxford University Press, Reino Unido, 2010.
105. KRAAKMAN, Reinier R. e GILSON, Ronald J. *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, N.º 4, Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation, 1984, pp. 549-644.
- \_\_\_\_\_. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 2003.
106. LACERDA, J.C. Sampaio de. *Noções Fundamentais sobre Sociedades Anônimas*, Ed. Nacional, Rio de Janeiro, 1956.
107. LANGEVOORT, Donald C. *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets - A Behavioral Approach to Securities Regulation*, in Georgetown University Law Center, 2002 Working Paper Series in Business, Economics, and Regulatory Law, Working Paper No. 305241, 2002.
108. LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007.
109. LARENZ, Karl. *Metodologia da Ciência do Direito*, tradução de José Lamego, 4ª Ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2005.

110. LAWLESS, Robert M., FERRIS, Stephen P e BACON, Bryan. *The Influence of Legal Liability on Corporate Financial Signaling*, The Journal of Corporation Law, Vol. 23, 1998, pp. 210 a 243.
111. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, Tese de Concurso, 1969.
- \_\_\_\_\_. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, RT, São Paulo, 1989.
- \_\_\_\_\_. *Pareceres*, Vol. I, Ed. Singular, 2004.
- \_\_\_\_\_. *Direito Comercial : Textos e Pretextos*, José Bushastsky, São Paulo, 1976.
- \_\_\_\_\_. *Conflito de Interesses e Vedação de Voto nas Assembléias das Sociedades Anônimas*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Malheiros, São Paulo, n° 92.
112. LEVY, Irving J. *Purchase by a Corporation of its Own Stock*, in Minnesota Law Review, Vol. XV, N.º 1, 1930.
113. LIPTON, Martin. *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, in The Business Lawyer, Vol. 35, 1979-1980.
114. LOBO XAVIER, Vasco da Gama. *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Atlântida Editora, Coimbra, 1976.
115. LÔBO, Paulo Luiz Netto. *Teoria Geral das Obrigações*, Saraiva, São Paulo, 2005.
116. LOPES, Mauro Brandão. *Aquisição das Cotas Sociais pela Sociedade*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 25, RT, São Paulo, 1977, pp. 55 a 66.
117. LORENA DUTRA, Marcelo. *A Nova Forma de Propriedade das Bolsas de Valores*, Tese (Doutorado em Direito), Universidade de São Paulo, 2008.
118. LORIA, Eli. *Estrutura e Função do Capital Social na Companhia Aberta*, Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.
119. LUTTER, Marcus; HOMMELHOFF, Peter. *GmbH-Gesetz Kommentar*, 14ª Ed., Dr. Otto Schmidt, 2004.
120. MALHEIROS FILHO, Arnaldo. *Crime de Manipulação do Mercado de Capitais*, in Marcelo Vieira von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros, São Paulo, 2011.
121. MALLEY, Robert J. *Corporate Repurchases of Stock and the SEC Rules: An Overview*, in Business Lawyer, Vol. 29, 1973/1974.
122. MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 3º ed., Forense, Rio de Janeiro, 1989.
123. MARRONE, Matteo. *Instituzioni di diritto romano*. 3 ed. Palermo: Palumbo, 2006.
124. MASSA, Massimo, REHMAN, Zahid e VERMAELEN, Theo. *Mimicking Repurchases*, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, 26 de fevereiro de 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=67450>.

125. MEISSEL, Franz-Stefan. *Societàs – Struktur und Typenvielfalt des römischen Gesellschaftsvertrages*, Band 3. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2004.
126. MESSINEO, Francesco. *Spettanza dei Dividendi Sulla Proprie Azione, Acquistata dalla Società*, in *Rivista delle Società*, Vol. 11, Maio-Junho 1966, pp. 417 a 426.
127. MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Parte Especial, Tomo L, 3º ed., Borsoi, Rio de Janeiro, 1972.
128. MIRANDA JUNIOR, Darcy Arruda. *Breves Comentários ã Lei de Sociedades por Ações*, Saraiva, São Paulo, 1977.
129. MOREIRA ALVES, José Carlos. *Direito Romano*. 14 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.
130. MOSKOWITZ, Mark R. *Corporate Stock Repurchases under the Securities Exchange Act of 1934*, in *Nebraska Law Review*, Vol. 51, 1971.
131. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário* in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luis André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010.
132. NEMMERS, Erwen Esser. *The Power of a Corporation to Purchase its Own Stock*, in *Wisconsin Law Review*, 1942.
133. NOBILI, Raffaele. *Osservazioni in Tema di Azioni Proprie*, in *Rivista delle Società*, Vol. 32, n.º 3/4, maio-agosto de 1987, pp. 760 a 806.
134. NUSSBAUM, Arthur. *Acquisition by a Corporation of its Own Stock*, in *Columbia Law Review*, Vol. 35, 1935.
135. NUTTALL REVIEW OF EMPLOYEE OWNERSHIP, Julho de 2012.
136. OIOLI, Erik. *Ofertas Públicas de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*, Vol. 1, Quartier Latin, São Paulo, 2010.
137. OTTANELLI, Oriana. *Acquisto di Azioni Proprie e Conseguente Riduzione del Capitale*, in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, n.º 3/4, março-abril de 1988, pp. 205 a 232.
138. PASTERIS, Carlo. *Il “Controllo” nelle Società Collegate e le Partecipazioni Reciproche*, Milano, Giuffrè, 1957.
139. PAPINI, Roberto. *Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários*, 2ª ed., Forense, Rio de Janeiro, 1988.
140. PENNINGTON, Robert R. *Company Law*, 7ª ed., Butterworths, Londres, Dublin e Edimburgo, 1995.
141. PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, Saraiva, São Paulo, 1988.
142. PERSONS, John C. *Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions Versus Fixed Price Tender Offers*, in *The Journal of Finance*, Vol. 49, N.º 4, 1994, pp. 1373 a 1402.
143. PESSANI, Stefano Cacchi. *Le Azioni Proprie nei Pressupposti delle Offerte Pubbliche di Acquisto Obbligatorie*, in *Rivista delle Società*, Vol. 49, n.º 2/3, março-junho de 2004, pp. 277 a 329.

144. PIRES, Gudesteu. *Sociedades Anonymas – Subsidios para a Reforma da Lei*, Jornal do Commercio, Rio de Janeiro, 1935.
145. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, 4ª Ed., volumes I, XLIX, L, LI, RT, 1983.
146. POZZO, Barbara. *L'acquisto di Azioni Proprie*, Milano, Giuffrè, 2003.
147. PRADO, Roberta Nioac. *Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro* in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luis André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010.
148. RATHENAU, Walter. *Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung*, tradução para o português de LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. *Do Sistema Acionário – Uma Análise Negocial*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 128, Malheiros, São Paulo, 2002.
149. REHME, Paul. *História universal de derecho mercantil*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1941.
150. REICHERT, Bernhard. *Handbuch Vereins und Verbandsrecht*, 10ª ed., Luchterhand, München, 2005.
151. REPORT OF THE COMPANY LAW COMMITTEE. Her Majesty's Stationery Office, Cmnd. 1749, Londres, 1962.
152. REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS ON A MODERN REGULATORY FRAMEWORK FOR COMPANY LAW IN EUROPE, Bruxelas, 2002.
153. RICHTER JR., Mario Stella. *Novo e Novissimo Regime dell'Acquisto delle Proprie Azioni*, in *Studi in Onore di Umberto Belviso*, Cacucci, Roma, 2011.
154. ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas Sociedades por Ações Brasileiras – Apuração, Cálculo e Pagamento*, Quartier Latin, São Paulo, 2011.
155. SALOMÃO FILHO, Calixto. *A Sociedade Unipessoal*, Malheiros, São Paulo, 1995.
- \_\_\_\_\_. *O Novo Direito Societário*, 1ª Ed. Malheiros, São Paulo, 1998.
- \_\_\_\_\_. *O Novo Direito Societário*, 3ª Ed. Malheiros, São Paulo, 2006.
- \_\_\_\_\_. “Societàs” com Relevância Externa e Personalidade Jurídica in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 81, 1991, pp. 66 a 78.
156. SAMPAIO CAMPOS, *Algumas Notas sobre a Utilização do Lucro do Exercício em Curso: Dividendo e Recompra*, in Marcelo Vieira von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros, São Paulo, 2011.
157. SCHMIDT, Karsten, *Gesellschaftsrecht*, 4ª ed., Carl Heymanns, Köln, 2002.
158. SCHULZ, Fritz. *Derecho Romano Clásico*. Trad. de José Santa Cruz Teigeiro. Barcelona: Bosch, 1960.

159. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *The October 1987 Market Break*, Fevereiro 1988, disponível em <http://www.sechistorical.org>.  
 \_\_\_\_\_ . 17 CFR Part 240 [Release No. 34-40617; File No. S7-27-98].  
 \_\_\_\_\_ . 17 CFR Part 240 [Release No. 34-41905; File No. S7-27-98].  
 \_\_\_\_\_ . 17 CFR Parts 240, 243, and 249, [Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99].  
 \_\_\_\_\_ . 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274 [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02].  
 \_\_\_\_\_ . 17 CFR Part 240 [Release No. 34-61414; File No. S7-04-10].  
 \_\_\_\_\_ . Division of Market Regulation, *Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10b-18 ("Safe Harbor" for Issuer Repurchases)*.
160. SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*, Malheiros, São Paulo, 2012.
161. STERRET, II, James K.; ACKERMAN JR., Thomas C. *California's New Approach to Dividends and Reacquisitions of Shares*, in *UCLA Law Review*, Vol. 23, 1975/1976.
162. STEWART JR. Samuel S. *Should a Corporation Repurchase Its Own Stock?*, in *The Journal of Finance*, Vol. 31, N.º 3, 1976, pp. 911-921.
163. STUBER, Walter Douglas. *A Negociação com Opções por Companhia Aberta* in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 23, RT, São Paulo, 2004.
164. TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*, 6ª ed., Renovar, Rio de Janeiro, 2001.
165. TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade*, in Marcelo Vieira von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros, São Paulo, 2011.
166. VANONI, Silvia. *Contratti Derivativi su Azioni Proprie: Profili di Disciplina Societaria*, in *Rivista delle Società*, Vol. 49, n.º 2/3, março-junho de 2004, pp. 441 a 500.
167. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por Ações*, 3ª Ed., 3 volumes, Forense, Rio de Janeiro, 1959.
168. VAZ FERREIRA DA ROCHA, Maria Victória. *Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1994.
169. VEIGA JUNIOR, Dídimio Agapito da. *As Sociedades Anonymas – Commentario*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1888.
170. VERMAELEN, Theo. *Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 2, 1984, pp. 163-181.
171. VIVANTE, Cesare. *Instituzioni di Diritto Commerciale*, 6ª ed., Real Casa, Milano, 1905.
172. WALD, Arnoldo. *Estudos e Pareceres*, RT, São Paulo, 1972.

173. WASTL, Ulrich e WAGNER, Franz. *Das Phänomen der wechselseitigen Beteiligungen aus juristischer Sicht*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 1997.
174. WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. *Responsabilidade dos sócios: a crise da limitação da responsabilidade e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica*. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.
175. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*, Band I (*Grundlagen*), Beck, München, 1980.  
\_\_\_\_\_. *Gesellschaftsrecht*, Band II (*Personengesellschaften*), Beck, München, 2004.
176. WOODS, Donald H. e BRIGHAM, Eugene F. *Stockholder Distribution Decisions: Share Repurchases or Dividends?*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 1, N.º 1, Proceedings of the First Annual Meeting of the Western Finance Association, 1966, pp. 15 a 26.
177. WORMSER, I. Maurice. *The Power of a Corporation to Acquire Its Own Stock*, *The Yale Law Journal*, Vol. 24, N.º 3, 1915, pp. 177 a 188.
178. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming the Second Company Law Directive*, WP 2006-15, University of Gent, novembro de 2006.
179. YALE LAW REVIEW, *Buying Out Insurgent Shareholders with Corporate Funds*, Vol. 70, 1960/1961.
180. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2007.