

Doutrina

CONCEITO DE LIQUIDEZ NA DISCIPLINA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RACHEL SZTAJN

Introdução. 1. Definição de circulação. 2. Definição de liquidez. 3. Liquidez no mercado de valores mobiliários. Conclusão.

Introdução

A disciplina da circulação de valores mobiliários — ações, debêntures, opções de compra de ações, ou outros instrumentos de captação da poupança popular no mercado — precisa levar em conta, como um dos mais importantes instrumentos regulatórios, a liquidez. É que direcionar recursos da poupança privada para investimentos de longo prazo (debêntures) ou de tempo indeterminado (ações), para ser eficiente, requer a harmonização de interesses dos titulares de recursos excedentes (agentes superavitários ou doadores de recursos) com os de interessados em recebê-los, para o que é fundamental que não se imponha àqueles a imobilização de suas poupanças.

Dado o fato de que a escassez de recursos monetários é constante, fato notório, às pessoas que tenham recursos excedentes que podem ser direcionados para investimentos, são oferecidas, no mínimo, duas alternativas: podem escolher o mercado financeiro estrito senso ou mercado de valores mobiliários, este considerado, em geral, mercado de risco, que é o ponto em que se dá a concorrência entre os dois mercados, sendo o outro fator o retorno ou rentabilidade.

Não se suponha que não há riscos no investimento em mercados financeiros. O que facilita extremá-los é que nestes, a intermediação feita pelas instituições financeiras, profissionais, na captação do excedente dos agentes superavitários e sua transferência aos deficitários, inexistente no que se refere a valores mobiliários, tende a reduzir o risco, pois o intermediário trata de pulverizá-lo construindo carteiras e, portanto, eventuais perdas ficam dispersas. Outra relevante diferença entre os mercados está em que o de valores mobiliários aparece em dois níveis, ou dois diferentes mercados: o primário, no qual se negociam os produtos de novas emissões, ao menos quanto à sua distribuição pública; e o secundário, no qual são negociados valores que, em momento anterior, foram emitidos e postos em circulação no mercado primário.

Essa duplicidade de mercados é que permite aos adquirentes de emissão primária a recuperação dos recursos aplicados mediante a troca dos valores mobiliários adquiridos ou subscritos por outros ativos, como a moeda, que alterem ou mudem a titularidade sobre os valores mobiliários pela reorganização da composição de suas carteiras de investimentos.

Mas os dois mercados também se assemelham quanto à variedade de “produtos” oferecidos, que se multiplica a fim de atender a necessidades específicas, tanto de investidores, quanto de tomadores de recursos. No campo dos valores mobiliários lembra-se, desde logo, as ações, debêntures (convertíveis ou simples, com garantia real, flutuante, sem garantia e subordinadas), opções para compra de ações e cédulas pignoratícias, demonstrando-se a variedade de instrumentos de captação de recursos, sejam de participação em risco, ou não.

A importância do mercado de valores mobiliários para o investimento direto na atividade produtiva de recursos da poupança popular, que se somam, aglutinam, é sobejamente reconhecida e desejada, sendo a sociedade anônima o instituto jurídico predisposto para essa finalidade. A sociedade anônima é tipo societário que favorece a reunião de montante expressivo de recursos para investimento em atividades de risco, em virtude da limitação da responsabilidade pessoal de cada sócio ou investidor pelas obrigações da sociedade, que é limitada ao valor pago pelas ações subscritas ou adquiridas, isto é, fica restrito ao montante da participação individual no capital da companhia. Sylvio Marcondes explica que a anônima é o tipo de sociedade na qual a contribuição patrimonial do sócio prevalece sobre a pessoal.

Ponto importante da organização desse tipo de sociedade é a dissociação entre participação no capital social e o exercício da administração da companhia, o que na anônima se verifica nos casos de administração dual, isto é, dividida entre conselho de administração e diretoria (art. 140, I, da Lei 6.404/1976). Essa regra também se prende à fungibilidade dos participantes, cuja composição, a qualquer tempo, pode ser modificada em virtude da circulação, da transferência de titularidade das participações societárias.

A facilidade de circulação das participações leva à indagação sobre eventuais riscos de significativas mudanças da polí-

tica administrativa, que podem alterar a decisão do investidor quanto a manter, ou não, sua participação. Por isso, analisar como a dispersão das ações junto ao público investidor, ou ao revés, sua elevada concentração, se manifestam e afetam decisões de investimento/desinvestimento dos agentes superavitários é importante. Aqui, o núcleo das questões relacionadas à liquidez do mercado e dos valores mobiliários, especialmente ações, tem relevância.

Afirma-se, resultado de investigação empírica que, quanto mais elevada for a dispersão da base acionária, mais fácil será que cada investidor encontre interessado(s) em adquirir sua participação e, portanto, a retirada/admissão na sociedade é mais ágil, o mercado é líquido. Avalia-se a dispersão da base acionária comparando-se a quantidade de ações com efetivas possibilidades de circulação no mercado em relação ao total de ações representativas do capital social da companhia. Quanto maior o número de titulares para essa quantidade de ações, maior a dispersão. Esse cálculo é importante para que se avalie o aumento ou a redução da liquidez da ação em cada momento.

Diferente do que se dá com outros tipos de sociedades, na anônima o legislador abandona a regra tradicional segundo a qual a administração cabe aos sócios, pois neste tipo a administração pode ser exercida por acionistas e por terceiros, não sócios, de sorte que a fungibilidade acionária, que pode ser grande em face de larga dispersão das ações junto ao público, não afeta a estabilidade da administração, que não está imediatamente presa à participação no capital social e cujas políticas administrativas podem, então, ser mantidas mesmo que mudem os membros da sociedade.

Se, de um lado, a dispersão da base acionária é desejável para que facilite a circulação das ações, ao mesmo tempo que não se produz expressiva concentração do poder de controle, de outra parte, é fundamental lembrar que a faculdade de celebrar acordos de acionistas, sejam eles de voto

para a formação de blocos acionários — tanto de controle quanto de bloqueio — ou de preferência para a aquisição de ações, é de considerar os efeitos que essa restrição voluntária à circulação das ações pode ter sobre a condução dos negócios sociais.

Riscos do controle nas anônimas devem ser considerados sob ótica distinta daquela em que se o faz nos outros tipos societários. É que naqueles tipos a ligação entre administração e participação no capital da sociedade leva à criação de sistema de freios e contrapesos que, na tomada de decisões administrativas arriscadas ou temerárias, faz com que o sócio-gerente se contenha, uma vez que recairá sobre ele, mesmo que subsidiariamente, a responsabilidade pelas obrigações da sociedade.

Nas companhias essa regra só se aplica quando o administrador agir de forma culposa, nos termos do art. 159 da Lei 6.404/1976 e, ainda assim, será preciso que a assembléia geral aprove a propositura de ação de responsabilidade, enquanto naquelas outras sociedades os credores têm legitimidade para intentá-la.

Este, parece-me, o fulcro da natureza jurídica do poder de controle na lei do anonimato, que é a de poder-dever ou poder-funcional, aquele poder que deve ser exercido em benefício dos demais acionistas da companhia, empregados e da comunidade em que atue. Poder funcional que não implica, entretanto, na imobilidade das políticas administrativas, tanto que é comum, quando da transferência do bloco de controle a terceiros, sócios ou não, haver mudanças das diretrizes administrativas cujos efeitos recaem, diretamente, sobre a sociedade e, indiretamente, sobre os acionistas remanescentes.

Assim, a livre circulação das ações em mercados, que é desejável, não deve servir para impor perdas aos investidores o que os desestimularia a aplicar recursos nesse mercado. Importante é equilibrar a liberdade para dispor das ações (ou debêntures), mantendo-se algumas garantias de que

ações mais sensíveis dos controladores não gerem prejuízos para os demais acionistas. É que, ações, sobretudo, diversamente do que se dá com outros bens ou ativos, têm seu valor preso aos resultados da ação administrativa, da avaliação que delas se faça, seja no que diz respeito à companhia, seja quanto à sua inserção na economia.

Sempre que os investidores não exercem poder sobre a administração da sociedade investida, a garantia e facilidade de mudança de posição — investidor a não investidor —, a alteração da composição das carteiras de investimentos, é fundamental para o mercado. Dada a concorrência na captação das reservas da poupança popular, o que implica avaliar a facilidade ou dificuldade para liquidar a posição que, combinada com a propensão ou repulsa a riscos, é que se determina ou se pode determinar a decisão dos agentes superavitários em investir nesse ou outros mercados.

Por isso é que a circulação dos valores mobiliários ações deve ser eficiente, fácil, nela fundada a decisão de investir em novas emissões oferecidas por companhias que necessitem de recursos. Por isso a relevância do mercado secundário de que depende, em última análise, o bom desempenho do mercado primário que, sem aquele, ficaria estreito, limitado. A expansão do mercado primário para a captação de novos recursos para a companhia depende da confiança que os aplicadores tenham sobre a maior ou menor facilidade para a troca de posições se e quando deserem.¹

Como qualquer outro bem, pode-se negociar valores mobiliários nos mercados apropriados ou fora deles. Porém, fazê-lo nos mercados é mais eficiente, rápido e menos oneroso do que ter que encontrar interessados fora do mercado, porque nestes é mais fácil a descoberta do preço do bem e, dessa forma, a avaliação da conve-

1. Luiz Sérgio Coelho de Sampaio, *Liquidez e Estabilidade nos Sistemas de Bolsas de Valores*, estudo apresentado na I Convenção Internacional de Bolsas de Valores, Milão, 1972, IBMEC, p. 9v.

niência de reorganização de carteiras de investimentos.

Desenvolver mercado de valores mobiliários é importante para o direcionamento da poupança diretamente para o exercício de empresa coletiva, com o que se produz mais riqueza. A criação de riqueza no mercado de valores mobiliários, entretanto, depende de liquidez, da facilidade e da rapidez de circulação, transferência dos ativos, sem o que não se atrairão interessados, investidores e especuladores, que o movimentem, que ajustem a troca entre investidores atuais e potenciais.

O mercado de valores mobiliários deve ser líquido para que a reversão de posições não tenha custos que restrinjam o número de interessados em dele participar, seja pela capitalização direta das companhias com a aquisição de ações, seja concedendo empréstimos mediante a aquisição de debêntures. Dificuldades previstas para a alienação do bem, por falta de comprador ou pela demora em encontrá-lo, tornam menos atrativos tais investimentos. Ainda mais quando se sabe que o mercado de valores mobiliários — mercado de risco — depende da possibilidade de troca rápida, de liquidez que é, aqui, fundamental, talvez mais importante do que em outros mercados. Ainda mais quando o investimento for feito em ações que, como aponta Paulo de Tarso Medeiros, não têm prazo de vencimento.²

Não espanta, assim, o interesse que a criação e busca de liquidez despertam nos

2. *Mecanismos de Liquidez nas Bolsas de Valores*, estudo para o Codimec, de 1989. "Liquidez representa, ao lado da rentabilidade e do risco, uma das características básicas de um ativo e reflete a facilidade de sua conversão em moeda. Quanto mais rapidamente puder ser feita a conversão do ativo em moeda, com variação mínima do seu preço, maior o seu grau de liquidez. (...) A noção de liquidez estende-se tanto à compra quanto à venda de ativos. (...) Liquidez de um ativo pode ser consequência de seu prazo de vencimento, ou da existência de mercados secundários. O segundo caso é o mais relevante para a grande maioria dos ativos, e especialmente para as ações, por serem ativos de prazo indeterminado" (capítulo I do módulo I).

agentes e reguladores, nem o esforço, reiterado, para fomentá-la quando presente. A cada reforma da lei do anonimato reafirma-se a importância do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários como mecanismo impulsionador do crescimento econômico e, igualmente, insiste-se em que a segurança dos investidores, sobre não ficarem aprisionados, sem poder retirar-se da companhia investida, constitui ponto central e objeto de alguma inovação. O fato se repetiu na última alteração da lei do anonimato, com a introdução de regras que, visando dar maior proteção a minorias e a aperfeiçoar o funcionamento do mercado, envolvem, entre outras matérias, circulação de ações e liquidez.

Defini-los e extremá-los é o que se pretende, pois parece que o legislador os tenha tomado por equivalentes, sinônimos. Mais, há quem entenda que o conceito de liquidez dos arts. 4º e 4º-A difere daquele preconizado no art. 137 da Lei 6.404/1976. A confirmar-se tal entendimento, como explicar que na mesma lei o termo tenha duas acepções e como não confundi-las. Será que a disciplina das ofertas públicas considera liquidez de forma diversa daquela aplicável ao reembolso nos casos de recesso para excluí-lo quando houver outra forma de retirada? As palavras circulação e liquidez admitem o emprego de uma pela outra, são substitutas perfeitas entre si?

1. Definição de circulação

Circulação significa movimentação contínua. Indica fluxo, deslocamento, e representa o resultado ou a ação de alguma coisa passar de mão em mão como, por exemplo, a transferência de bens, mercadorias, ou valores entre pessoas: a troca. Em economia, o sentido da palavra circulação indica a transferência ou trânsito de moeda corrente ou títulos em mercados. Circulação é processo em que da troca se permite apurar a rapidez com que os bens mudam de titular ou se convertem em moeda.

A circulação de qualquer bem é mais fácil quanto mais líquido for o mercado. Compor e alterar carteiras de investimento também se faz com maior segurança em mercados líquidos. Portanto, quando se pensa em liquidez, há que considerar duas ordens de investigação, a dos mercados e a dos bens. Na espécie, das ações cuja facilidade ou dificuldade para a circulação sem perda depende dessa conjugação da liquidez.

2. Definição de liquidez

Liquidez, em linguagem corrente, é empregada para indicar, em relação ao sujeito, a existência de disponibilidade de dinheiro de contado e, por vezes, outros ativos ou valores (duplicatas, notas promissórias, letras de câmbio) que fácil e imediatamente sejam conversíveis em dinheiro; de modo amplo, usa-se liquidez para denotar a titularidade sobre bens facilmente negociáveis e conversíveis em dinheiro, de que são exemplos comuns títulos e ações. Portanto, liquidez significa ou indica disponibilidade sobre dinheiro, moeda de contado, ou a titularidade sobre bens aptos a serem convertidos em moeda corrente, dinheiro “vivo”, como dizem alguns, facilmente e sem grandes perdas de valor.

Liquidez significa a disponibilidade de moeda ou a facilidade de converter bens em moeda e, nesse sentido, é utilizada em linguagem técnico-jurídica: ligada ou associada à idéia de moeda de contado ou bens nela facilmente conversíveis. Se alguém se refere a obrigação líquida diz obrigação cujo valor é determinado em moeda, representado por cifra fixada; sentença líquida é aquela cujo valor é expresso em moeda, sem que se faça necessária qualquer operação para apuração do *quantum*.

Também na legislação falimentar — dita procedimento liquidatário-solutório — fica claro que a liquidação se refere à venda dos ativos da massa, transformados em moeda, portanto, para solver as obrigações do falido. Novamente trata-se de converter ativos não monetários em moeda.

Liquidez é, também, critério utilizado na elaboração de balanços com a mesma noção, ou seja, facilidade de conversão do ativo em moeda, tanto que a primeira rubrica do ativo é *caixa*, seguida de *bancos conta movimento* (isto é, contas correntes de livre movimentação), vindo, em ordem decrescente de liquidez, os ativos que menos rapidamente serão transformados em moeda. No passivo, o critério empregado é o da exigibilidade. As obrigações que vencem no mais curto prazo — as mais imediatamente exigíveis — aparecem no topo e são seguidas das exigíveis em prazos mais longos até que, sob a rubrica *patrimônio líquido*, em que está a conta *capital*, é lançado o conjunto de contribuições que os sócios fazem à sociedade, exigíveis apenas se, ou quando, for ela, sociedade, dissolvida e *liquidada*, com a rescisão do contrato e a extinção da sociedade após o pagamento de todos os credores. Isto porque, nesse processo são pagos, preferencialmente, todos os credores “externos”, não sócios. O saldo remanescente, se houver, será dividido entre as pessoas que eram, na data da dissolução, sócios ou associados.

No mercado financeiro, são ditos líquidos aqueles instrumentos cuja titularidade se transfere rapidamente, ou seja, são líquidos porque facilmente se transformam em moeda, e no mais das vezes, sem impor perdas a quem os aliena (deixo de considerar hipóteses de deságio na emissão de títulos, uma vez que não interessam à discussão que se segue).

A facilidade de transformar ativos em moeda, rapidamente e sem perdas, é o que os caracteriza como líquidos. Rapidez na transformação acompanhada de prejuízos pode indicar (i) baixa liquidez do ativo; (ii) necessidade imediata de moeda pelo alienante; (iii) imperfeições de mercado; (iv) além da combinação de dois ou mais desses fatores.

Líquidos costumam ser os títulos de emissão dos governos, incluindo-se, entre ativos líquidos, no Brasil, títulos de emissão do Banco Central do Brasil que, a par-

tir da Lei de Reforma Fiscal, não mais os poderá emitir. São líquidos porque de mais fácil circulação do que títulos de emissão privada. A garantia de “solvência” do emittente a que se liga, ou de que se revestem os títulos públicos, fundada na credibilidade que merecem as autoridades emissoras, os torna ativos perfeitos para investidores avessos a risco. A “dívida soberana”, representada por tais instrumentos de captação de recursos, tem por base a idéia de que países não deixam de honrá-las, não vão à bancarrota, pelo que não há muito temor em aceitar-se tais títulos e financiar os países.³ Essa certeza quanto à solvência dos países começa a ser questionada pelos investidores e aparece nos sistemas de classificação de títulos públicos que têm indicador na percepção de solvabilidade de curto prazo. Diferente é o mercado de títulos emitidos por particulares, em que o risco de insolvência de cada emissor sempre foi objeto de avaliação de eventuais credores.

Portanto, não há sinonímia entre as palavras circulação e liquidez. Circulabilidade é condição necessária, porém não suficiente para gerar liquidez. Isto é, a relação é tal que a liquidez de certos ativos está diretamente ligada à facilidade de sua circulação em mercados, mas é preciso que o volume de operações realizadas seja suficiente para que os interessados em alienar/adquirir o bem se sintam seguros de que não ficarão com o bem imobilizado por longos períodos. Aptidão para transformar ou converter em moeda ativos de natureza não monetária é o sentido usual em que a palavra liquidez aparece em textos legais e de doutrina, sem aparente discrepância entre a linguagem vulgar, ordinária, e a técnica-jurídica. Porém, quando se pensa em liquidez no mercado de valores mobiliários, é evidente que circulação e liquidez não se confundem, porque a primeira não é con-

dição suficiente para determinar a outra. Necessária, sim, suficiente, não.

3. *Liquidez no mercado de valores mobiliários*

Quem diz mercado tem em mente a realização de um conjunto de operações de mesma estrutura, em que interesses opostos recaiam sobre o mesmo bem. A pluralidade de pessoas que ofertam e demandam o bem e cujos interesses se ajustam num fluxo repetido de negócios idênticos modela o mercado.

Diz-se mercado de valores mobiliários aquele em que o conjunto de operações nele contratadas têm como bens objeto, ações, debêntures ou outros títulos admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado⁴ (esse o mercado clássico de valores mobiliários até a recente inclusão dos derivativos, qualquer que seja o ativo subjacente no mercado).

Quanto aos valores mobiliários, ao menos os “tradicionais” — ações, debêntures, opções sobre ações, cédulas representativas de direitos sobre ações ou debêntures, cupões presos a esses títulos, similares às *securities* do direito norte-americano —, as negociações se dão não apenas em dois níveis — mercado primário e secundário — mas também em dois “espaços”: bolsa e balcão.

Desses, interessa especialmente o de bolsa, pois que o balcão é visto, sobretudo, como mercado de acesso, quase de ensaio para a admissão à negociação em bolsa, o que, do ponto de análise de liquidez, tende a torná-lo, em regra, menos líquido, razão pela qual todos os estudos em torno de liquidez se atêm ao mercado de bolsa. Em

4. Veja-se que a nova redação dada ao *caput* do art. 4º da Lei 6.404/1976 classifica as companhias em abertas ou fechadas segundo os valores mobiliários por elas emitidos sejam, ou não, admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. A redação original do art. 4º da lei era “(...) admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão” (destaques meus).

3. Deixa-se de lado o caso de países que não têm possibilidade de pagar essa dívida como, no momento, a Argentina, supondo-se que a situação é transitória.

razão da exigência de facilidade de circulação, os estudos concentram-se nas companhias abertas, por conta da baixa restrição à livre transferibilidade dos valores mobiliários por elas emitidos.⁵ Portanto, há que combinar a quantidade de valores mobiliários emitidos por companhias abertas e admitidos à circulação (negociação) em bolsa com o volume de operações e de títulos negociados no mercado. Por isso, a dispersão da base acionária é importante. Alguns investidores mantêm ações em carteira por longos períodos e, com isso, dependendo da quantidade de ações tituladas, pode-se reduzir a liquidez da ação, espécie ou classe, sem participação do controlador, que não tem poder para interferir nas decisões de cada acionista/investidor.

Dizer que um valor mobiliário é líquido, equívale a dizer que tem boas possibilidades de, facilmente, circular no mercado. Portanto, uma das questões que está ligada à aferição de liquidez depende de se saber se o valor mobiliário é objeto de restrições à livre circulação; outra é medir-se a velocidade com que circula, se não houver restrições. Liquidez e circulação não são, também nessa análise, termos sinônimos.

Ainda quando se dê menor importância à rapidez de circulação das ações, compensando-se eventual demora na mudança de posição com a exigência de maiores retornos, o sentimento, que por vezes se manifesta nas decisões de investidores, projetado sobre a liquidez, provoca oscilações de preço típicas de períodos em que há grandes ordens de compra ou venda, o que pode afetar a liquidez do valor mobiliário.

Mercados líquidos podem estimular o investimento em risco, espaço em que ações são o foco no conjunto de valores mobiliários. Investir em ações é decisão que leva

em consideração não apenas a possibilidade de ganhos decorrentes da distribuição de lucros produzidos pela ação administrativa mas, também, a facilidade que se possa entrever para alienação desse investimento, a qualquer tempo. Esse aspecto está diretamente ligado à velocidade com que se processará a operação comercial com as ações. Se liquidez é fundamental na decisão de investir o é, também, na decisão de emitir valores mobiliários para busca de recursos da poupança privada em mercados.

Há, é verdade, investidores que aceitam adquirir ações de menor liquidez, desde que tenham alguma perspectiva de obter maior retorno sobre o montante investido ao final de certo período, o que representa uma forma de equilibrar a operação. É a relação risco/retorno no cálculo do benefício exigido. Esse cálculo influi na precificação do valor mobiliário, na taxa de desconto exigida pelos investidores, e está diretamente associado à velocidade com que se processará a operação comercial de venda das ações.

Para Coelho de Sampaio, a liquidez no mercado de valores mobiliários tem duas dimensões ou grandezas: uma de estado, instantânea, e outra de fluxo. Portanto, diz Carlos Sampaio, que a liquidez no mercado de valores mobiliários pode ser definida em função de determinado instante de tempo, tomando-a como variação do preço na transformação do ativo em moeda para certa quantidade de ativo, aproximando-a da lucratividade, que, de sua parte, é grandeza de fluxo, refere-se ao período de tempo, enquanto aquela é grandeza de estado, é instantânea.⁶ Essa afirmação não discrepa daquela de Paulo de Tarso Medeiros,⁷ para quem o conceito de liquidez tem dimensão temporal, na medida que contempla, nas operações realizadas em bolsa, os valores mobiliários mais negociados em todos os pregões no período.

5. Conquanto a lei impeça restrições estatutárias à livre circulação de ações de companhias abertas, elas podem resultar de acordos de acionistas prevendo a preferência na compra. Com isso a quantidade de ações no mercado fica reduzida e pode afetar a liquidez.

6. Ob. cit., pp. 11 e 12.

7. Ob. cit., p. 18.

Aduz Coelho de Sampaio⁸ que a noção de liquidez, quando aplicada a valores mobiliários, é sempre apresentada como característica básica, mas com diferentes conotações, segundo o ponto de vista dos autores que empregam o termo. Para alguns, é a possibilidade de vender títulos; para outros, a de convertê-los rapidamente em dinheiro, a conversão, rápida de um título em dinheiro, a qualquer tempo e sem risco de perda de valor. Entende que a falta de precisão da linguagem é causa de ambigüidades na avaliação de títulos.

Liquidez, entendida como a possibilidade de conversão de um bem não monetário em moeda, denota o fluxo de moeda entre pessoas em contrapartida a outro fluxo, o de transmissão da titularidade sobre o bem não monetário, potencial ou real. Essa idéia de fluxo de moeda é corrente nos mercados financeiros — *lato ou strito sensu* — e é nesse sentido que pode e deve ser empregada quando se analisa o mercado de valores mobiliários.

Segundo Ney Roberto Ottoni de Brito,⁹ houve pouca preocupação, seja doutrinária, seja dos agentes do mercado, na busca da definição de liquidez, nada obstante, ao longo das discussões se notasse, de modo implícito, haver noção de fenômeno que está ligado a volume ou quantidade de ações negociadas em determinado período, e que o autor denomina medidas clássicas de liquidez. O fundamento, explica, é que as ações mais negociadas, em quantidade ou volume, são aquelas sobre as quais aparecem maior número de ordens de compra e/ou venda. A circulação de tais ações é mais fácil, como, de resto, de qualquer outro bem que, sem perdas, possa ser rapidamente transformado em moeda corrente. Essas são as ações que costumam integrar os índices das bolsas de valores.

8. Ob. cit., p. 10.

9. "Medidas de liquidez do mercado de ações", in *Gestão de Investimentos*, Coleção Coppead de Administração, Ed. UFRJ e Atlas, 1989, pp. 123 e ss.

Ney Brito propõe, em contraposição ao que denominara medida clássica de liquidez, que se incorpore àquela definição o fenômeno das oscilações de preços decorrentes das ordens de venda e/ou compra de ações pelo que, medidas de liquidez, seriam definidas pela sensibilidade dos preços em relação à quantidade e ao volume de ordens. Quantas ordens em cada sentido e qual a quantidade de ações por ordem.

Se houver mudanças estatisticamente significantes dos preços por força de grandes ordens, o mercado, ou o valor mobiliário, tendem a ser ilíquidos revelando-se que os investidores têm a percepção, sabem, que liquidez influi na formação do preço. Comparando os preços de negociação de ações de companhias abertas amplamente negociadas com outras, em que as ordens são menos freqüentes, percebe-se que há diferenças importantes, efeito da exigência de retorno maior para compensar a perda de liquidez.

Mas os mercados são dinâmicos, mudam ao longo do tempo, explica Ney Brito, e as características das companhias emisoras de ações tampouco são estáticas, também passam por alterações ao longo do tempo, alterações que derivam de mudanças macroeconômicas ou porque houve mudança na ação administrativa da companhia, mudanças essas racionais ou irracionalmente consideradas importantes pelos investidores ou especuladores.

Essas duas ordens de mudanças definem liquidez. Portanto, quando se pensa em avaliar (medir) liquidez, é preciso determinar o período analisado, além de se investigar tanto a liquidez do mercado quanto a do valor mobiliário considerado. Creio que as situações referidas estão contempladas nas alterações ao art. 137 da Lei 6.404/1976, que reduz o recesso sempre que a classe ou espécie de ação integre índice de bolsa. Para integrar índice a ação deve ser bastante negociada nos pregões ao longo de certo período, mudando-se a composição da carteira que apura o índice de liquidez do mercado, sempre que operado

res deixem de negociar uma ou outra ação, transferindo as ordens de compra/venda para outra.

Se mercados líquidos são relevantes para a análise de investimentos em valores mobiliários, entende Ney Brito que, na falta de medidas de liquidez associadas à sensibilidade¹⁰ de preço das ações, os investidores estimam a liquidez pela quantidade ou volume negociado, os quais o autor considera maus indicadores da capacidade do mercado para absorver ordens sem expressivas oscilações de preços.¹¹ Dessa conclusão se conclui que os mercados de valores mobiliários brasileiros — bolsa ou balcão — têm baixa liquidez, que não há volume suficiente de ações em circulação que permita prever mudanças de curto prazo no sentido de estimular investidores a não demandar prêmios por perda de liquidez.

Nessa linha veja-se recente estudo de Malcolm Baker e Jeremy C. Stein,¹² que tentam explicar de que forma o aumento de liquidez pode ser utilizado para prever retornos menores, que dizer, menor demanda por prêmios, que vai na mesma linha do estudo de Domowitz e Wang,¹³ os quais correlacionaram liquidez de mercados com liquidez de ações e/ou de carteiras de ações.

Estudando movimentos de ações em mercados abertos, aqueles autores sublinham que a liquidez, a par de afetar o preço da ação considerada, serve, ainda, para alertar os investidores de que, ao diversificarem seus investimentos em carteiras, devem procurar reduzir, limitar, movimentos sincrônicos de liquidez de forma a não aumentar o risco da carteira,¹⁴ noção que in-

teressa na análise da composição de carteiras de fundos de ações.

Em suma, liquidez, no mercado acionário, depende da facilidade com que sejam cumpridas as ordens de venda/compra, das oscilações de preço, da variação positiva ou negativa, dessa variação do preço comparada com a variação de preço de outras ações ou do mercado, ou de ambos. Estratégias de composição de carteiras de investimentos levam em conta estes aspectos, mesmo porque os investidores são, regra geral, mais propensos a investir em mercados e ações líquidos.

Para Domowitz e Wang os tipos de ordens e seu fluxo determina o retorno do investimento, pelo que as estratégias de diversificação de carteiras de ações não elimina inteiramente o risco. Assim, dizem, liquidez ou *custos de transação*, são relevantes na precificação desse ativos. Por conta da dificuldade em negociar todas as ações de uma carteira ao mesmo tempo, a diversificação nem sempre pode ser a estratégia ideal para resolver problemas de liquidez de algumas ações.

Utilizando a liquidez como fator de previsão de retornos sobre investimentos em ações, a possibilidade de vendê-las em algum momento futuro, associada aos *custos de transação* e a considerações relativas a escolhas adversas ou más, a aversão a riscos, leva investidores racionais, antecipando dificuldades, demandarem retornos maiores para adquirir ações consideradas de baixa ou nenhuma liquidez.

Lembre-se que a liquidez, do mercado ou da ação, como apontou Ney Brito, muda com o passar do tempo, e, por isso, as relações permanentes entre liquidez de ações de diferentes sociedades, negociadas no mesmo mercado, podem ser associadas a diferenças esperadas nos respectivos retornos. As variáveis que podem alterar a liquidez estão associadas ao volume e fluxo de ordens de uma determinada ação, a maior ou menor liquidez do mercado, e às expectativas de retorno que podem compensar uma certa perda de liquidez.

10. A palavra é empregada para avaliar como o preço da ação é afetado pelas ordens de compra/venda.

11. Ob. cit., p. 131.

12. "Market liquidity as a sentiment indicator", in SSRN.com.

13. Ian Domowitz e Xiaoxin Wang, do Departamento de Finanças do Smeal College of Business Administration, "Liquidity, liquidity commonality and its impact on portfolio theory", in SSRN.com, jan. 2002.

14. Domowitz e Wang, *paper* citado.

Fluxo de ordens parece ter sido o elemento considerado pelo legislador de 2001, ao dispor sobre a aquisição compulsória de ações pelos controladores, sempre que tenham aumentado sua participação no capital social — por espécie ou classe de ações —, que impeça a liquidez. A idéia é que o controlador, tendo elevado sua participação, não pretenderia dela desfazer-se nunca mais. Afasta-se, de plano, a possibilidade de aquela posição majorada ter resultado de circunstâncias momentâneas e que pode ser modificada no futuro. Se necessitar de recursos, pode o controlador desfazer-se de parte das ações, seja para testar o mercado, visando futura emissão primária, seja para restabelecer a liquidez da espécie ou classe de ação.

Em face dos múltiplos fatores determinantes da decisão de adquirir/alienar ações interferindo na liquidez, é possível pensar-se em diferentes níveis ou graus de liquidez de mercados e dos ativos neles negociados. Se os investidores fossem todos racionais, no sentido com que o termo é empregado na economia clássica, talvez fosse mais fácil medir-se ou inferir-se a liquidez de ações. Porém, há investidores que agem de forma irracional, que não tomam decisões fundadas em informações adequadas, incorporando à decisão todas as informações disponíveis no mercado.

Mercados pouco ativos, em que os fluxos de ordens, em volume e quantidade, são inexpressivos, apresentam baixa liquidez. Corolário de tal fato é o desestímulo a novas emissões de ações, tanto pelas companhias cujos valores mobiliários estão listados como, ainda, por outras cujos valores mobiliários sejam negociados naquele mercado. Havendo pequena quantidade de ações em circulação, o efeito sobre a liquidez, estímulo a novas emissões ou à aquisição de ações, deverá ser igual. Portanto, é fundamental, para estimular novas emissões de ações, criar e manter mercados ativos e líquidos.

Economistas explicam que a razão do desestímulo a novas emissões está na exi-

gência de maior retorno sobre o investimento feita por eventuais adquirentes do valor mobiliário, o que forçaria o preço a ficar baixo, causando, portanto, a emissão de quantidade maior de ações para captar o montante de recursos visado pela companhia emissora. Pior, em tais mercados, comumente denominados estreitos, oscilações significativas de preços podem ocorrer com maior frequência dada a pouca liquidez das ações. A volatilidade/preço das ações é outro fator que inibe investidores, notadamente os que não aceitam grande risco.

A sensibilidade à oscilação do preço, derivada de mudanças macroeconômicas ou de alterações de expectativas em relação aos resultados da própria companhia, produz efeitos acentuados sobre a liquidez quando competem no mercado investidores racionais juntamente com aqueles que agem por impulso, de forma irracional, os quais tomam decisões impetuosas, pouco refletidas e amadurecidas ante fatos nem sempre devidamente fundamentados, o que se costuma denominar de “efeito manada”. Estes investidores seguem na esteira da elevação ou da queda das cotações e quase sempre saem perdendo, pois compram na alta e vendem na baixa.

Esse tipo de comportamento leva, em geral, ao aumento da volatilidade que aparece na liquidez e de que resultam exigências de descontos/ágios superiores às compatíveis com o risco da operação. Isso nada tem a ver com a compensação pela perda de liquidez acima referida, que serve para equalizar a perda de agilidade na negociação das ações e que se nota quando são exigidos maiores ganhos sobre o capital investido, comparando-se com o que se demanda de mercados líquidos ou mesmo de investimentos de maior liquidez.

Outro fator ponderável na avaliação da liquidez de valores mobiliários é a volatilidade medida pela diferença de preços entre as cotações máxima e mínima diárias. As oportunidades de ganhos ou perdas nesses casos são magnificadas. Afirmam-se que a liquidez das ações decorre de múltiplos

fatores, entre eles a estruturação das bolsas, a companhia emissora e a dispersão das ações.¹⁵

Se há consenso entre economistas, no sentido de que definir liquidez é menos difícil do que mensurá-la, não faltam estudos que pretendem encontrar medidas para a liquidez. Acredito que a dificuldade maior está, exatamente, na determinação do momento, do instante em que se deve apreendê-la. A importância da liquidez, nada obstante todos as dificuldades acima apontadas, acaba por ser incorporada ao modelo normativo, visando-se ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, tanto que em 1976 havia previsão que obrigava à oferta pública para compra de ações de minoritários na aquisição de controle de companhias abertas. Essa regra, suprimida em 1997 para favorecer a privatização e a apropriação do sobrepreço relativo ao controle, ao que tudo indica, foi reintroduzida na reforma da lei societária de 2001.

Visando reduzir pedidos de reembolso por dissidência ou recesso, a Lei 9.457/1997, limitou-o aos casos de ações sem liquidez, ou seja, o reembolso é feito apenas quando o dissidente de deliberação de assembléia geral de companhia aberta seja titular de ações — espécie ou classe — que não integrem índice. A redação do art. 137 se assenta no fato de que recesso é forma de saída da companhia e, se a ação é líquida, é possível consumir a retirada via mercado. Essa formulação reproduz regra de alguns estados norte-americanos e, parece-me, prende-se à dispersão da base acionária. Quanto maior for o número de acionistas, maior haverá de ser o fluxo de ordens daquela ação e, portanto, será fácil aliená-las e retirar-se o dissidente da sociedade.

Recesso é forma de alienação de ações decorrente de discordância de alteração estatutária ou estrutural, aprovada por maioria e prevista em lei. O pedido de recesso denota o desinteresse de quem é vencido,

ou não vota, em manter-se associado à companhia submetido à nova regra estatutária. Portanto, trata-se de decisão que não difere muito da de alienar a participação societária a qualquer momento, desligando-se da companhia. A diferença é a forma pela qual a motivação decisória se explica: discordância de deliberação assemblear que garanta o direito ao reembolso; e opção por desfazer-se de ações para, por exemplo, alterar a composição da carteira de investimentos, para fazer caixa, ou qualquer outra. O reembolso atua como penalidade sobre a maioria que aprova matérias modificadoras das bases do negócio e que, por isso, exige cautela na decisão, uma vez que o pagamento do valor das ações pela sociedade afeta os acionistas remanescentes e credores que suportam o ônus da perda de recursos. Por seu caráter excepcional, o recesso não pode ser ajustado para contemplar outras hipóteses além das previstas em lei e, nestas, não se permite, salvo revisão da deliberação, coibir a retirada.

A decisão de venda das ações não impõe à companhia o ônus do desembolso, enquanto que o recesso implica em reembolso. É razoável, portanto, que, diante da facilidade em alienar as ações sem prejuízo para o dissidente, possa ser eliminado o reembolso na retirada por discordância de deliberação assemblear, quando previsto em lei o direito. São duas as modalidades de resilição unilateral do vínculo associativo e, nos dois casos, a solução melhor é a liquidez, que pode ser o elo de ligação entre recesso e alienação “desmotivada” de ações, enquanto aquela deriva de alteração das bases do negócio. Em mercados líquidos o acionista pode recorrer ao mesmo negócio, venda das ações em bolsa ou balcão, para efeito de retirar-se da sociedade sem prejuízo para si e para a companhia. A fungibilidade de acionistas está presente nos dois eventos.

Mais, vender as ações no mercado atende ao interesse do acionista dissidente, se o preço de mercado espelha o valor das ações. E, se o recesso não deve ser fonte de

15. Paulo de Tarso Medeiros, ob. cit., p. 22.

lucro para o retirante, não se justifica preservar o direito ao reembolso se possível a alienação das ações de maneira rápida. Daí se prender a supressão do reembolso à liquidez das ações no mercado.

Entende-se a noção de liquidez no texto do art. 137, no sentido de facilidade de transferência do ativo, sem que o preço seja afetado de modo significativo pelo fluxo de ordens de compra/venda, e sem que haja demora na finalização do negócio. Implica haver, no mercado, número suficiente de interessados naquela classe ou espécie de ação, tal como se faz em alguns estados norte-americanos quanto ao *right of appraisal*.

Há de se reconhecer que a redação do art. 137 não está fundada na concepção do recesso como se imaginava, ou seja, meio de proteção de minorias (na verdade, parece-me, era mesmo hipótese de favorecimento da maioria que poderia tomar as decisões que entendesse convenientes para as relações societárias se a companhia dispusesse de recursos). O texto, creio, mais do que garantir direito de minoritários vencidos, visa a estancar pagamentos, preservando o patrimônio líquido da companhia com o que, indiretamente, garante credores, aí incluídos os *residual claimants*, isto é, os acionistas remanescentes após a retirada dos dissidentes.

Haverá quem argumente existência de perda por conta de eventual discrepância entre o valor patrimonial e a cotação das ações em bolsa, notadamente sendo aquele superior a este,¹⁶ questão que se afasta de plano, uma vez que, como dito acima, o reembolso não deve ser fonte de renda para o acionista, o qual poderia, em seu interesse exclusivo, impedir ou dificultar a realização dos interesses sociais aprovados pela maioria e contra a qual se opõe, por vezes, de forma egoísta.

16. Valor patrimonial resulta da simples divisão do montante do patrimônio líquido contábil pelo número de ações emitidas pela companhia (art. 45 da Lei 6.404/1976).

Por isso há de se considerar a alteração do art. 137 da Lei 6.404/1976, em 1997, solução compatível com um mercado de capitais eficiente. A facilidade de alienar as ações, desde que o mercado ou a ação sejam líquidos, justifica a supressão do direito ao reembolso, o que, em certa medida, depende da dispersão no mercado.¹⁷

Liquidez, nesse contexto, tem o sentido de facilidade para negociar as ações de forma rápida e sem perdas, tanto que, para aferir essa hipótese, é escolhido algum índice representativo de movimentação de preço/quantidade de ações em mercados — Bovespa ou outros — com o que, rapidamente, se apura a liquidez das ações naquele mercado, justamente o que o índice mede. A variação do índice em relação ao valor anterior facilita o acompanhamento das variações de preços de carteiras teóricas de ações, carteiras essas formadas pelo conjunto daquelas ações mais negociadas em certo período, e de acordo com a proporção em que são negociadas, isto é, as ações de maior liquidez naquele mercado no período.

A correlação entre liquidez do mercado e a ação de que se trate, permite observar tanto a liquidez do mercado quanto a

17. "Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incs. I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

"I — nos casos dos incs. I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;

"II — nos casos dos incs. IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado considerando-se haver:

"a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

"b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; (...)."

do valor mobiliário. Ainda quando a ação integre índice de ações, que nada mais é do que a medida de movimentos do mercado, sua liquidez pode ser diferente da liquidez do mercado. As ações líquidas são, regra geral, incluídas na carteira de ações organizada pelas bolsas em que sejam admitidas.

Oscilações do preço das ações no mercado são comuns, mas as estatisticamente relevantes resultam, em geral, de grandes volumes ou do número de ordens de operações com ações em qualquer direção. Mesmo esse efeito — a volatilidade preço das ações — deve ser suportado pelo dissidente de companhia aberta que deseja retirar-se da sociedade, nos termos do art. 137, II, porque ele tem a faculdade de esperar para desfazer-se das ações em momento que seja mais propício ou oportuno.

Talvez se possa entender a regra do art. 137 como estímulo aos controladores para a criação de liquidez das ações, como forma de reduzir o risco de reembolsos. Sob a ótica de freios e contrapesos, essa medida pode conter ímpetos da maioria na reforma estatutária. Assim, como sem liquidez das ações se acentua a possibilidade de perda de recursos com pedidos de recesso — o que pode comprometer a condução dos negócios sociais — interessa à maioria que as ações tenham liquidez, com o que se preserva o patrimônio líquido da sociedade contra pedidos de reembolso.

Entende-se liquidez da ação — espécie ou classe — como substrato da regra do art. 137, em suma, no sentido de facilidade para transformar a espécie ou classe de ação em moeda e sem perda financeira e temporal no mercado. Resta verificar se é nesse sentido — o de vender sem perdas e rapidamente — que a noção de liquidez aparece nos arts. 4º e 4º-A.

Imagina-se que, admitidos à negociação em bolsa, os valores mobiliários sejam objeto de fluxos de ordens de compra e venda de forma seguida e, portanto, serão líquidos. Entretanto, isso não é verdade em

relação a todas as ações admitidas à negociação nos mercados. A baixa ou pouca negociação de qualquer espécie ou classe de ação — como se viu anteriormente; ou o reduzido número de operações, podem decorrer de discordância quanto ao valor ou preço da ação derivado de volatilidade momentânea no mercado, não significando, necessariamente, falta de interessados em adquiri-la.

Algumas razões existem que reduzem a liquidez como, por exemplo, a concentração de ações sob titularidade de poucas pessoas, fato que pode reduzir o número de negócios no mercado porque pode não haver interesse em fazê-las circular (caso de controladores, por exemplo). Alguns investidores conservam, por longos períodos, em suas carteiras, blocos de valores mobiliários, comportamento que também não gera ou favorece a liquidez, agora pensada como alto volume de operações com a ação considerada.

Fácil comprovar que revela-se fator de iliquidez o resultado de emissão, na qual grande quantidade de ações acaba concentrada em mãos de poucos acionistas, os quais mantêm a composição de suas carteiras por largos períodos. Havendo poucas ações fora desse quadro, a probabilidade é de ser pequeno o número de operações com ações daquela companhia e, dessa forma, a liquidez das ações será baixa. Isto não implica, observe-se, falta de interesse na aquisição daquelas ações. A iliquidez resulta da falta de oferta.

E como a liquidez do mercado secundário é central na decisão de adquirir valores mobiliários, sobretudo novas emissões negociadas em mercado primário, a redução ou desaparecimento da liquidez é causa de afastamento de investidores, seja naquele mercado, seja quanto a um determinado valor mobiliário nele negociado. Portanto, haver ou não liquidez influi sobre decisões de investimento em valores mobiliários.

Ou seja, a liquidez depende da quantidade de valores mobiliários postos no

mercado, para o que é necessário saber-se qual o volume livre para negociação e, conseqüentemente, pode-se falar em níveis de liquidez do valor mobiliário, níveis esses nem sempre presos à ação de controladores, mas que podem resultar ações ou decisões de outros investidores. Liquidez depende de negociação reiterada, constante, do bem em mercados. Não decorre simplesmente da admissão à negociação em mercado e, no caso de valores mobiliários, aos mercados de bolsa ou balcão.

Essa concepção de liquidez se extrai do art. 137, II, da Lei 6.404/1976: ações que integrem índice e elevado número de acionistas, ao menos em relação à espécie ou classe de ações. Integrar índice indica elevada negociação do valor mobiliário no mercado secundário; dispersão da base acionária significa que o número de pessoas dispostas a negociar a ação facilita o acesso de eventual interessado àquele mercado.

O mercado de valores mobiliários, no Brasil, tem origem em renúncia fiscal do governo federal e, talvez por conta disso, a liquidez das bolsas de valores, até 1972, era artificialmente estimulada. Conseqüência é que as análises empíricas visando avaliar o impacto da falta de liquidez do mercado — quer sobre a emissão de novas ações, quer sobre os resultados de carteiras de ações — não foi envidada até a *debacle* da Bolsa naquela década. Assim, só com a reforma de legislação, em 1976, é que se buscou estruturar o mercado de valores mobiliários de forma a oferecer mais segurança aos investidores, muitos dos quais tinham experimentado, anteriormente, perdas expressivas. Ainda assim o tema não parecia vital, tanto é que não há referências claras nos textos originais das Leis 6.385 e 6.404, ambas de 1976.

A questão da liquidez só passou a atrair a atenção, em termos de direito posto, em 1997 e, ainda assim, para restringir as hipóteses de reembolso por dissidência quando da reestruturação das sociedades de economia mista privatizadas. Em seguida, o tema é retomado em 2001, visando-se,

desta vez, segundo declarações das autoridades, estimular a participação de pequenos e médios investidores no mercado acionário.

Baldados foram, entretanto, os esforços das autoridades brasileiras no sentido de estimular a abertura das companhias que, recorrendo ao mercado de valores mobiliários, ficam menos dependentes de financiamentos bancários. Imputar à falta de mecanismos para garantir a liquidez do mercado de valores mobiliários ou de qualquer valor mobiliário nele negociado, parece utopia, pois os investidores parecem ser avessos a risco. Atribuir-se a falta de liquidez do mercado de valores mobiliários à sua estreiteza, ou à grande quantidade de ações sem direito de voto são, parece-me, argumentos inadequados e insatisfatórios. A comparação do retorno do investimento em ações com as taxas de juros praticadas no país pode ser o fator determinante para manter o mercado de valores mobiliários cambaleante.

Vários diagnósticos, nem sempre harmonizáveis, tornam as terapêuticas inócuas, porque as reformas da lei do anonimato não têm estimulado a aplicação em risco, salvo algumas poucas exceções, como o uso de parte do FGTS para aquisição de ações da Petrobrás, por exemplo, nem — o que é talvez mais importante — têm estimulado as companhias que necessitem recursos a tentar captá-los junto a pequenos poupadores. Se o mercado secundário não é líquido, o investidor foge das emissões primárias. Compreender a importância da liquidez do mercado secundário pode servir para analisar eventual insucesso das regras predispostas nos arts. 4º e 4º-A da lei do anonimato e da Instrução CVM 361/2002.

Há evidências no sentido de que, se as ações forem líquidas, o prêmio compensatório do risco de negociá-las sem perda financeira ou demora desaparece ou é reduzido, com o que se favorece emissões primárias, isto é, a captação de novos recursos financeiros pelas companhias fora do sistema bancário.

A redação da norma do art. 4º da Lei 6.404/1976 abrange a liquidez da ação combinada com a liquidez do mercado. É preciso que haja investidores e especuladores que, no mercado de bolsa, são os geradores de liquidez. É a presença deles, especuladores, e dos embates entre eles, que fomenta a liquidez. Quanto mais especuladores houver no mercado, maior há de ser sua liquidez. Adotar medidas para afastá-los causa iliquidez. Sem especuladores que disponham de recursos para investir (ou especular), a liquidez do mercado e das ações nele admitidas à negociação será baixa.

Depois, é preciso levar em conta, na mensuração da liquidez, a participação de investidores detentores de largas participações numa só companhia e que não agem de forma especulativa. Quanto maior a presença desse tipo de investidor, menor será a liquidez dos valores mobiliários que detenham e maior a dificuldade, de outros investidores, de negociá-las sem perda. É uma das situações em que o mercado fica estreito e o controlador nada faz para isso e pode mesmo ter dificuldade para ampliá-lo.

Empregar como critério de investigação de liquidez a especificidade do bem quando a circulação é pequena, ou quando sua negociação só se faz com perdas, demonstra a imperiosidade de separar, na avaliação da liquidez — seja do mercado ou do valor mobiliário de que se trate —, as diferentes condições subjacentes. É que liquidez é estado do mercado ou do bem, em certo momento, que depende da pluralidade de ofertas de venda e compra, e que aparece em pares ligando preços e quantidades. O fluxo de ordens de compra e venda sobre um mesmo valor mobiliário é que determina sua liquidez.

Há relação, claro, entre liquidez do mercado e facilidade de circulação das ações nele negociadas. Se as ações não pudessem circular, o fluxo de ordens de compra e venda seria inviável, ineficaz. Mas há um efeito perverso nessa relação entre liquidez e facilidade de circular das ações porque, em momentos de iliquidez do mer-

cado, ou de risco de iliquidez sistêmica, podem ser criados constrangimentos às operações pela redução daquele fluxo de ordens. A iliquidez sistêmica gera aumento na exigência de prêmios por iliquidez das ações, em virtude do aumento do risco de imobilidade do investidor, provocando um movimento circular entre iliquidez e risco que deprime os preços e desestimula as emissões primárias.

Exemplo simples desse fenômeno aparece no aumento do risco de operações como as de venda de ações a descoberto, isto é, venda de bem que o vendedor não tem mas que se compromete a entregar em data futura. Nesse caso é evidente a correlação entre liquidez de mercado e do valor mobiliário considerado. Se o mercado for ilíquido será mais difícil adquirir as ações que devem ser entregues, pelo que a operação fica muito mais arriscada do que as realizadas em períodos de boa liquidez do mercado. Resultado da elevação do risco aparece na redução do volume de operações ou no maior prêmio exigido pelos participantes do mercado.

Não se estranha, pois, que o legislador brasileiro, dada a importância do mercado de ações para o crescimento da atividade econômica, trate de se socorrer de quaisquer elementos ou instrumentos que possam estimular os agentes a aplicar os excedentes financeiros diretamente na atividade produtiva. Para isso é necessário que o mercado de valores mobiliários seja eficiente e líquido. Caso contrário é difícil pensar em investir em risco. Como manter liquidez quando ela depende de decisão de agentes econômicos privados?

Alguns eventos constatados após as privatizações demonstraram que a transferência do controle das companhias brasileiras para investidores estrangeiros que, por não necessitarem de recursos captados no mercado interno, não tinham interesse em dar liquidez às ações no mercado bursátil nacional, de sorte que tal situação os levou a comprar ações externas ao controle mas ainda em circulação. É a operação

denominada “fechamento branco da companhia”, em que se usa o mercado para retirar ações de circulação, sem, entretanto, cancelar o registro de companhia aberta.

A prática assusta porque quem não consegue vender as ações, seja por falta de oferta de compra, seja por pretender especular com o preço, vê-se, repentinamente, titular de ações sem liquidez e, pior, sem opção para exigir prêmio compensatório que, como se explicou anteriormente, é cobrado na aquisição/subscrição de ações de baixa liquidez ou de liquidez duvidosa.

Daí as novas regras quanto à oferta pública obrigatória para compra de ações em função de comprometimento da liquidez da espécie ou classe de ação decorrente de aumento da participação do controlador, nos mesmos moldes das ofertas públicas obrigatórias para fechamento da companhia. A oferta pública para aquisição de ações quando, por ato do controlador, é aprovado o fechamento da companhia, não difere substancialmente do aumento expressivo da participação do controlador no capital social. Nos dois casos, a supressão ou redução da liquidez, respectivamente, é fruto da ação do controlador, que torna mais difícil encontrar, no mercado, interessados em negociar o tal valor mobiliário.

Nem sempre, entretanto, a perda de liquidez tem relação direta com o controlador. Se os mercados não forem ativos e o fluxo de ordens for desprezível, em volume e quantidade, a liquidez será baixa. Isto, na prática, compara-se à pequena ou limitada a quantidade de ações em circulação. Liquidez de ações ou do mercado de valores mobiliários é relevante para estimular tanto para a abertura das companhias, quanto para atrair novos investidores. É que a liquidez serve de medida da facilidade com que o investidor pode, a qualquer tempo, desfazer-se de suas ações no mercado, estando associada aos movimentos de mercado, aos fluxos de ordens em volume e quantidade.

Outro fato que pode reduzir a liquidez das ações corresponde aos acordos de acio-

nistas nos quais se prevê a preferência para a compra de ações. Por imporem limitação à circulação, embora tal limitação recaia sobre os acordantes, também resulta em afetar a liquidez pois, enquanto vigente o acordo de prelação, não poderão os acionistas vinculados desfazer-se livremente das ações no mercado. Mesmo no prazo de notificação para que os demais acordantes se manifestem, antes do decurso desse termo mantêm-se as restrições que, nesse ponto, são acrescidas da incerteza quanto aos oblatos virem a exercer o direito previsto.

Haverá quem argumente que o direito de preferência implica maior certeza quanto à existirem interessados na aquisição das ações e, portanto, estar-se-á diante de esquema de compensação — perda de liquidez contra comprador certo que equilibra ou compensa a incerteza. Porém, preferência não significa obrigação, mas faculdade do titular do direito e, sujeito à sua manifestação, o que deixa a outra pessoa em posição de subordinação. A perda de liquidez não é, nesse caso, compensada por qualquer forma. Pior que isso é que, para sua ampla eficácia, os acordos de voto devem também prever restrições à circulação das ações com os óbvios reflexos sobre a liquidez. É que, sem limitar a circulação das ações, os acordos de voto perdem a eficácia se qualquer dos signatários alienar as ações a terceiros, estranhos ao pacto.

Fato é que quanto mais facilmente e sem fricções for a circulação das ações no mercado, maior tende a ser sua liquidez e menores as exigências de retorno compensatório. Usando jargão econômico, quanto mais líquido for o mercado menores serão os *custos de transação* incorridos para dele participar; maior a probabilidade de haver interessados em negociar o valor mobiliário; e mais fácil a emissão primária de ações. Nada mais seria necessário acrescentar para que liquidez no mercado de valores mobiliários seja tópico importante na discussão acadêmica.

Provavelmente, tendo o quadro acima em mente, o legislador, em 2001, se ocu-

pou de questões em que a liquidez no mercado de valores mobiliários tem importância para aumentar sua eficiência. A nova redação dada ao art. 4º e a introdução do art. 4º-A o demonstram claramente. O primeiro, o art. 4º, mereceu vários adendos na reforma da Lei em 2001. Os §§ 1º e 2º dispõem que, sem registro perante a CVM, nenhum valor mobiliário pode ser admitido à negociação no mercado. A norma visa estabelecer controle prévio quanto a ter a companhia preenchido todos os requisitos para a emissão daquele valor mobiliário, isto é comparável a um juízo de admissibilidade e legalidade.

Entretanto, é a redação dos §§ 4º a 6º do mesmo art. 4º que tem relação estreita com a liquidez. O primeiro ocupa-se do cancelamento de registro como companhia aberta, para o que deve ser feita oferta pública objetivando a aquisição “da totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo (...)”. Decisão do(s) controlador(es) de fechar a companhia obriga a compra das ações por preço justo, diz o texto.

Não adquirida a totalidade das ações em circulação, pelo controlador ou sociedade por ele controlada, direta ou indiretamente, caso remanesçam no mercado menos de 5% do total de ações emitidas pela companhia, elas poderão ser resgatadas pelo valor da oferta de compra. Resgate é a operação mediante a qual ações de emissão da sociedade são canceladas e o pagamento feito com recursos da companhia.

Não se ignora que a deliberação de resgatar ações pode ser tomada havendo capital exuberante mas, nesse caso, faz-se sorteio das ações, espécie ou classe, de forma a evitar que a maioria exclua alguns acionistas ou reduza, sem justificação, sua participação percentual. No caso de fechamento da companhia não se parte da existência de capital exuberante. O resgate, neste caso, procura evitar fiquem alguns acionistas, desavisados ou descuidados, presos a uma sociedade fechada, sem mercado para negociar suas ações. O que se questiona, nes-

sa disposição, é que, quando se trata de fechamento da companhia, recai sobre o controlador o ônus da compra das ações em circulação, enquanto que aqui se altera o critério, impondo-o sobre a companhia.

Por que inserir o resgate de ações nas operações de fechamento da companhia, quando o procedimento pode prejudicar credores sociais? A deliberação da assembléia geral na operação de resgate nada mais é, e isso é óbvio, do que manifestação do interesse do(s) controlador(es) que, portanto, deveriam prover os recursos para o resgate das ações ainda em circulação, assim como fazem na oferta pública de aquisição. Trata-se do mesmo negócio — compra de ações — e, portanto, não se justifica a diferença procedimental. Se, como na OPA em que não há reflexos sobre o patrimônio líquido da companhia, o(s) controlador(es) suportassem o encargo de sua decisão, evitar-se-iam eventuais riscos de prejuízo para credores sociais com a perda de garantias. Melhor seria, caso se impusesse ao controlador o dever de provisionar com recursos seus, o pagamento das ações remanescentes.

O fechamento da companhia, tal como proposto, envolve dois mecanismos: a aquisição e o resgate compulsório das ações sequencialmente combinados. Mas, parece-me, sobretudo, que o legislador não deveria ter garantido ao(s) controlador(es), que dominam a assembléia geral, poder para se excluir acionistas aprovando o resgate das ações. Se negócio jurídico de constituição de qualquer sociedade é o contrato plurilateral, o poder unilateral de rescisão do contrato deveria caber à parte que se sentisse prejudicada com deliberação da assembléia que aprova o fechamento da companhia, com a adesão à OPA, não a quem a controla.

No cálculo desses 5% de ações deve-se adotar a regra do § 2º ao art. 4º-A, ou não? Entendo que sim, mas também entendo que esse poder que se dá ao controlador de “expropriação privada” equivale à expulsão de sócios de uma sociedade. Verda-

de que há, em outros ordenamentos jurídicos, regra semelhante, não é inovação do legislador brasileiro.

Considere-se que, se garantir o direito de sair em igualdade de condições é virtuoso, impedir de permanecer é demais. Criar mecanismos visando dar a acionistas minoritários facilidades para desfazerem-se de suas participações em condições de igualdade ou equitativas, serve ao aperfeiçoamento das relações entre controladores e minorias. Portanto, na decisão da maioria de abandonar o mercado aberto, de não mais negociar valores mobiliários livremente, não deveria lhe dar o poder para excluir os que, por razões pessoais, considerarem interessante manter o vínculo.

No caso de fechamento da companhia, feita a oferta, a decisão de vender ou não as ações é individual do titular, e não se deveria admitir substituição. Garantir o direito de sair em igualdade de condições com todos os demais, isto sim. Impedir de permanecer, é demais. O resgate de ações previsto no § 5º ao art. 4º não será forma de expropriação privada? Suponha-se que os titulares dessas ações não vejam motivo para retirar-se da companhia. Por que privados desse direito? Se todas as ações são, obrigatoriamente, nominativas, melhor seria convocá-los, dando-lhes a oportunidade para, individualmente, manifestarem seu interesse em permanecer ou retirar-se da sociedade. Intuito louvável o de tutelar o investidor, mas dar ao controlador o direito de expulsá-lo parece demasiado drástico. Se participar da sociedade depende de decisão individual, dela retirar-se deveria observar os mesmos procedimentos. Talvez conviesse dar prazo para que esses acionistas resolvessem permanecer ou não na companhia.

A outra hipótese em que se exige oferta pública é a de aumento da participação — direta ou indireta — do controlador (ou sociedade controladora), analisada em relação a espécie ou classe de ação, que *impede a liquidez no mercado das ações re-*

*manescentes*¹⁸ (destaque meu). Ao empregar a fórmula “que impeça a circulação no mercado”, o legislador parece optar por entender que a iliquidez resulta de ato voluntário do controlador. Como se observou anteriormente, medidas de liquidez são complexas, uma vez que passam não só por ampla dispersão das ações no mercado, mas também têm a ver com a propensão a circular. Possivelmente haverá ações de baixa liquidez porque alguns acionistas serão titulares de quantidades importantes e não se desfazem delas rapidamente. Nessas hipóteses, qualquer aumento de participação do controlador pode desencadear a oferta pública de compra, quando manter a companhia aberta interessa a todos.

Finalmente, há que lembrar que foi reintroduzida a regra do antigo art. 254, revogado em 1997, piorada. Até 1997, o texto do art. 254 provocava debates doutrinários quanto a seu alcance, porque o § 1º atribuía à CVM competência para *zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários mediante oferta pública para aquisição de ações*. O emprego da palavra “minoritários” levou alguns juristas a sustentar que a oferta deveria ser endereçada a todos os acionistas e não apenas aos titulares de ações com direito de voto.

Prevaleceu a tese de que a oferta seria endereçada apenas a titulares de ações com direito de voto, os que, ao menos potencialmente, teriam condições de exercer o controle, uma vez que, em matéria societária, diz-se minoria o conjunto de sócios vencido nas deliberações sociais. Dessa forma também não estariam contempladas, como objeto da oferta, ações preferenciais que tivessem adquirido direito de voto por falta de pagamento de dividendos.

Tratava-se de alienação de controle mediante oferta pública garantindo-se aos “minoritários” direito à participação no pacote ofertado e, portanto, o adquirente

18. § 6º ao art. 4º conforme a nova redação dada pela Lei 10.313/2001.

poderia receber ações de controladores e não controladores, estabelecendo-se, nos termos do § 2º ao art. 254 antigo, rateio sempre que o número de ações superasse a quantidade necessária para a tomada do controle, de sorte que, eventualmente, os controladores poderiam remanescer com ações que os incluíssem entre os minoritários! Mais importante é que o preço para a aquisição das ações era idêntico, integrassem, ou não, o bloco de controle.

A redação do art. 254-A, entretanto, limita o preço a ser pago pelas ações dos não controladores a 80% do valor pago por ação de controle pelo que, em contraste com a situação anterior a 1997, impôs-se-lhes perda de 20% do valor pago aos controladores. Lembre-se que, embora a oferta pública seja obrigatória, a alienação das ações é faculdade dos acionistas que podem, ou não, aceitá-la.

Curioso é que, apesar de ter reduzido o valor a ser pago aos minoritários em 20% em relação ao pago pelo controle, o legislador de 2001 insere o § 4º ao art. 254-A e com isso cria nova polêmica. Com esse parágrafo permite-se ao adquirente do controle de companhia aberta oferecer aos minoritários o pagamento de um prêmio, equivalente à diferença entre o valor pago pelo controle e a cotação das ações no mercado, para que permaneçam associados.

Se o que se pagará, a título de prêmio de permanência, for a diferença entre valor de mercado das ações, isto é, cotação na bolsa ou balcão, e o preço pago pelo controle, o valor dessas ações pode ser superior aos 80% pagos pela aquisição, ou inferior. Em qualquer das hipóteses há desequilíbrio entre o preço a ser pago e o prêmio de permanência. Há, ainda, quem entenda que, se o adquirente oferecer o prêmio de permanência, não estará obrigado a adquirir as ações dos minoritários.

Ora bem, se a obrigação de que deriva a oferta pública é a de dar a todos os acionistas titulares de ações ordinárias com voto o mesmo tratamento, a solução acima

torna desiguais os que deveriam ser iguais. Outra redação, que poderá gerar disputas na oferta pública para aquisição de ações quando do fechamento da companhia, é a que se prende, no caso do art. 4º, § 4º, ao emprego de um conceito indeterminado, o do “preço justo”, notadamente quando não há mais mercado. Certo que foram estabelecidos critérios a serem indicados pelo controlador, todos passíveis de revisão a pedido de acionistas minoritários — isto é, acionistas representando no mínimo 10% das ações em circulação. O cálculo das ações em circulação no mercado exclui as de titularidade do controlador, de diretores e conselheiros de administração e aquelas em tesouraria.

Em relação às ações de propriedade do controlador e às em tesouraria, não há dúvida quanto a não estarem no mercado. Porém, incluir aí ações de diretores e membros de conselho de administração parece demasia. A leitura induz a que se veja nos membros da administração das companhias nada mais do que títeres, ou *longa manus* do controlador, subservientes a seus comandos (§ 2º ao art. 4º-A).

Possivelmente o que se visou foi impedir que administradores servissem de escudo para o controlador, meros títeres daquele que os manipularia como melhor lhes aprouvesse, ou seus *longa manus*. Melhor considerar apenas o pacote acionário de controle como fora do mercado e, havendo suspeita de que administradores têm interesses que se confundem com os do controlador, investigar, punir e, aí sim, considerar o pacote como unidade de fato.

Curiosa tal inclusão dessas ações entre aquelas fora do mercado, pois nada obstante seja comum parte da remuneração de executivos ser feita mediante o direito de adquirir ações de emissão da companhia (a preços inferiores aos praticados em mercados de sorte que a subsequente alienação do pacote acionário representa ganho que, em alguns sistemas é isento de tributos), e ainda quando sujeitas a restrições temporais no que concerne à transferência, isso

não significa que jamais estarão no mercado. Por essa razão, aumentar esse período parece rigorismo extraordinário.

A aferição da existência, ou não, de liquidez faz-se relacionando a quantidade de ações da companhia e aquelas não tituladas, direta ou indiretamente, pelo(s) controlador(es), com as que efetivamente circulam no mercado.¹⁹ Se a perda de liquidez resulta de ato(s) do controlador(es) e dos quais decorre possível prejuízo, imediato ou mediato, criar mecanismos de salvaguarda como, por exemplo, a aquisição das ações, permitindo-se a retirada de quem não esteja satisfeito, é curial, impô-la não.

O que há de louvável na redação do art. 254-A é seu § 1º que, ao dispor sobre controle para fins de alienação, descreve diversas formas de organização desse poder em que a oferta pública de compra de ações é obrigatória. Assim, diz-se alienação direta ou indireta de ações do bloco de controle, vinculadas a acordos de acionistas, valores mobiliários conversíveis em ações com direito de voto, cessão de direitos de subscrição de ações ou outros títulos conversíveis em ações com direito de voto, de que resulte a alienação do controle.

A matéria relativa às ofertas públicas de compra de ações para fechamento da companhia aberta, por aumento de participação do controlador, ou por alienação de controle ou aquisição de controle por permuta, foi, em seguida, disciplinada pela CVM na Instrução 361, de 5.3.2002.

Se a lei incorreu em equívoco ao impor a oferta pública para fechamento da companhia apenas à aquisição de ações, a CVM corrigiu a falha e, ao regulamentar o procedimento, incluiu outros valores mobiliários emitidos e em circulação, como as debêntures, e não apenas as debêntures conversíveis, para o que se requer o resgate da totalidade da emissão em circulação, ou depósito do valor se o resgate for antecipado, concordância de todos os debenturistas

com o cancelamento do registro, inclusive o de negociação das debêntures no mercado secundário (art. 17 da Instrução CVM 361/2002). A distribuição pela companhia, em mercado, de outros valores mobiliários para efeitos de fechamento, depende de serem eles retirados de circulação com uma única exceção, partes beneficiárias (art. 18 da Instrução CVM 361/2002).

Ainda uma vez, é preciso cuidado para entender o que se visa. Embora no direito brasileiro se diga companhia aberta aquela que tem valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação em mercado, a inclusão de derivativos no conceito de valor mobiliário pode causar danos ao ser aplicada a regra do art. 18 acima referido. Retirar de circulação aqueles valores mobiliários utilizados para captar recursos para a companhia é, de rigor, notadamente os que tenham a possibilidade de serem convertidos em ações, para que se faça o fechamento. Corresponde à antiga idéia de sociedade de capital aberto, que foi ampliada pela de sociedade aberta.

Transformar companhia aberta em fechada implica suprimir a liquidez das ações, tornar mais difícil a saída do acionista, mas isso não deveria dar ao controlador o direito de resgatar ações de alguém que ainda assim quer permanecer associado. Suponha-se, para completar o argumento, que haja elevação da participação do controlador, de forma que se provoque a redução da liquidez das ações remanescentes, para que se veja este obrigado a fazer oferta pública de compra das ações da classe ou espécie afetadas.

A lei diz “impeça a liquidez”, como se apenas o aumento de participação do controlador no capital social possa impedir a liquidez das ações. Há investidores, como seguradoras e fundos de previdência privada, que, em função de estratégias de investimento de longo prazo, também podem restringir a liquidez. Imagine-se eventual movimento de compra de pequeno volume de ações pelo controlador que, quando somado à manutenção de posição desses investidores, acionará a oferta pública. Uma

19. § 2º ao art. 4º-A.

tal situação, que pode ser real, acabaria por levar a restrição à participação desses investidores, deixando-se, talvez, maior número de especuladores atuando no mercado.

Parece-me ser conveniente melhor explicação do motivo que levou a determinar o resgate de debêntures simples. Esse tipo de mútuo, disperso no mercado, poderia ser conservado até o termo final do prazo para resgate ou amortização, devendo a companhia manter o agente fiduciário dos debenturistas amplamente informado, embora sem a publicidade das companhias abertas. A disciplina de divulgação de informações é, em relação às companhias abertas mais rígida e, sem que se façam as necessárias ressalvas, manter debêntures, mesmo as simples, em circulação pode ser perigoso para os titulares.

Outro problema posto pela Instrução tem que ver com valores mobiliários derivativos — futuros, *swaps*, e opções. Devem ser igualmente liquidados todos aqueles que não tenham como bem subjacente valores mobiliários de emissão da companhia, ou não? Afinal, fórmula genérica demais pode ser motivo de tropeços. Supondo-se que todos os derivativos devam ser liquidados, e der-se posterior recontração, como tratar as perdas que possam ser causadas pela operação? Quais os benefícios ou malefícios de manter posições em derivativos que não tenham como ativo subjacente valores mobiliários de emissão da companhia ainda que se cancele o registro de companhia aberta?

Há nessa disciplina certo exagero na Instrução que, para solucionar o esquecimento de certos valores mobiliários na redação do § 4º ao art. 4º da Lei, vai-se ao outro extremo e se peca por excesso. Naquela, o texto refere-se especificamente a ações; nesta, a redação inclui todos os valores mobiliários em circulação no mercado.²⁰ Considerar que devem ser “resgata-

dos” há de decorrer de não se ter apercebido a autoridade reguladora que não são bens objeto de um mesmo mercado os valores mobiliários e os derivativos.

Quando se pensa em liquidez, é louvável aplicá-la a ações — títulos sem prazo de vencimento — e cuja circulação eficiente precisa de mercados ativos, regras claras determinando a aquisição das ações sempre que, por decisão ou ato do controlador, haja ou possa haver redução significativa ou supressão do mercado para aquele valor mobiliário.

Quanto a quaisquer outros valores mobiliários passíveis de conversão em ações, a resposta será idêntica. Suprimida a liquidez por fechamento da companhia, injusto impor aos titulares um custo de transação que deve ser suportado apenas por quem deu causa à sua criação.

Nos demais casos, entretanto, não parece razoável que se obrigue à formulação de oferta pública para retirada dos valores mobiliários do mercado. Essa determinação parece resultado de imprecisão conceitual que toma como sinônimas as palavras circulação e liquidez. Impor, nesses casos, a obrigação de comprar as ações pode comprometer estratégias de longo prazo de investidores titulares dos valores mobiliários que serão resgatados. Imagine-se ter que liquidar contratos de hedge que nada têm a ver com captação de poupança privada em mercados, para fechar a companhia!

Pondere-se que a obrigação da oferta pública quando haja aumento da participação do controlador pode comprometer outra estratégia, pois ao tornar inviável a aquisição de ações que, na opinião do controlador, estejam sendo negociadas abaixo de seu valor e por isso atrativas pelo ganho futuro que podem propiciar, leva ou à aquisição para tesouraria — e aí o risco é de todos — ou não se aproveita o mercado para fins de arbitragem. O mais sério é que até mesmo essa aquisição de ações para tesouraria poderia ser entendida como movimento que tolhe a liquidez das ações.

20. Derivativos são, nos termos da Lei 6.385/1976 com as modificações da Lei 10.313/2001, valores mobiliários.

A redução da quantidade de ações em circulação, qualquer que seja o motivo, afeta a liquidez; levar investidores, como fundos de previdência complementar, seguradoras ou outros — que mantêm grandes posições acionárias em companhias abertas — para esse mercado parece erro que compromete sua liquidez. É paradoxal que se deseje mercados líquidos e, concomitantemente, não se reconheça que a concentração de posições acionárias por alguns investidores levará à alguma iliquidez.

Os valores mobiliários têm aptidão para circularem livremente, salvo as vinculações a acordo de acionistas ou a disposição estatutária nas companhias fechadas. Mas, veja-se que a restrição à circulação só pode ser imposta a ações de companhias fechadas (art. 36 da Lei 6.404/1976), pois quanto às debêntures, a restrição à circulação está em que devam ser mantidas em contas de custódia, em nome dos titulares, em instituição que designe (art. 63, § 2º, da Lei 6.404/1976).

Se quanto às ações é possível estabelecer preferências ou limitações à sua transferência, não há como eliminar, por completo, o poder de disposição de seus titulares. Quanto as debêntures, nem mesmo limitar a livre transferência tem previsão legal. Assim, não há porque determinar-se o resgate antecipado das debêntures simples, impondo ao credor a obrigação de receber antecipadamente. Assim ocorrente, deve-se fazer o desconto de eventuais encargos anteriormente ajustados. Transfere-se aos credores perdas que deveriam ser integralmente suportadas pelo devedor.²¹

As hipóteses de oferta pública obrigatória na alienação do controle, no fechamento da companhia e na diminuição do volume de ações em circulação, são distintas,

21. Antecipado o vencimento da dívida por ato do devedor, o valor do crédito deve ser ajustado, descontando-se o valor dos juros sobre o período futuro que deixarão de ser devidos. Essa redução do valor da dívida, operada sem anuência do credor, afasta a aplicação da regra dos arts. 952 e 954 o que parece excessivo.

embora recebam o mesmo tratamento normativo. Isso é estranho, porque se, no fechamento da companhia desaparece a liquidez das ações, nas duas outras hipóteses não necessariamente ocorrerá o mesmo efeito. A venda do controle pode levar à redução de interessados em associar-se à companhia, o que poderá causar perda de liquidez por falta de demanda, na qualidade de efeito transitório, até que se saiba quais serão as ações administrativas do novo controlador.

A dificuldade que terão de enfrentar o regulador, o controlador e os investidores é sentida por economistas que, há mais tempo buscam explicar o mecanismo de liquidez no mercado secundário de valores mobiliários, e que ainda revelam haver incertezas quanto ao melhor conceito a ser adotado. Fixar parâmetros para estados que podem ser transitórios exigirá esforços de todos. Índices²² representativos de movimentos de ações, ou de carteiras de ações, são calculados a partir de um conjunto teórico (carteira) de ações com boa liquidez, aquelas cuja negociação é mais freqüente, pois, sem a continuidade de ordens, é impossível medir as oscilações de preço do conjunto e/ou de cada ação individualmente. Oscilações de preço das ações no mercado são comuns, mas as estatisticamente significantes resultam, em geral, de grandes volumes ou do número de ordens em qualquer direção.

Para efeito de reembolso, ou não, de acionista dissidente, o legislador leva em conta, a par de integrar índice de carteira de ações, a dispersão da base acionária (sem ela a circulação das ações há de ser menor), para cuja medição fixa como limite de controle, direto ou indireto, a metade da espécie ou classe da ação.²³ Mas esse critério não serve para ações negociadas em mercado de balcão.

22. Os índices são, geralmente, resultado da variação de preço de ações de maior negociação, como se disse.

23. A concentração da base acionária é fator de redução da liquidez.

A cotação das ações em bolsa, vista como medida de valor para efeito de apuração de liquidez e dispersão, incorpora expectativas de ganhos, facilidade de adquirir/alienar a ação, apreciação de mudanças do quadro econômico — nacional e setorial —, propensão/aversão a risco, tornando mais volátil o quadro em que a decisão será tomada.

Outro parâmetro a ser considerado seria a verificação de mudanças na circulação das ações, comparada com a variabilidade do preço para entender como o investidor avalia o risco da ação. Grandes oscilações de preço (isto é, a volatilidade) indicam maior risco de ganho/perda o que, também, inegavelmente, influencia decisões de investimento dos particulares e tem reflexos na liquidez. Investidores mais sensíveis à alteração de preço dos ativos, atentos à relação custo/benefício, ao decidir entre investir/poupar ou consumir, analisam a volatilidade de preço do bem.

Não se questiona a importância de manter mercados líquidos, pois isso tem reflexo direto nas decisões de investimento, servindo para diminuir demandas por reembolso, facilitando novas emissões. A quantidade de ações em circulação em determinado momento, associado ao fluxo de ordens, serve para estimar ou medir a liquidez daquele valor mobiliário no mercado.

Fator determinante das OPAs, a liquidez não pode ser confundida com circulação do valor mobiliário, tanto que é possível notar dois aspectos distintos na disci-

plina: a relativa ao fechamento da companhia e aquela inerente ao aumento de participação do controlador em relação a classe ou espécie de ações. Suposto naquela é a supressão da circulação em mercado dos valores mobiliários; nesta, a redução da quantidade de ações em circulação e que aparece na redução do fluxo de ordens — quantidade e volume e influi sobre a liquidez.

Conclusão

O que se ressalta é que o mercado de valores mobiliários deve ser encarado sob duas vertentes: 1) mercados de valores mobiliários líquidos e eficientes, os quais canalizam a poupança privada para a produção, fortalecendo as companhias (criam-se postos de trabalho e aumenta-se a oferta de bens); 2) companhias bem administradas geram lucros, levando ao aumento do patrimônio líquido com ganhos de capital, que podem ser convertidos em moeda com a venda das ações, ou distribuídos sob a forma de dividendos.

Dado que as normas induzem ou inibem comportamentos, é louvável o cuidado visando aumentar a segurança de investidores em valores mobiliários. Afinal, a confiabilidade em institutos ou instituições serve ao desenvolvimento socioeconômico. O mercado é uma dessas instituições sociais que precisa de disciplina jurídica para atender mais do que a função econômica, a social, ampliando o acesso de todos aos bens e, com isso, aumentar o bem-estar da sociedade.