REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

Fundadores

1.ª Fase: WALDEMAR FERREIRA

Fase Atual: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)
PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

Supervisor Geral: PROF. WALDÍRIO BULGARELLI

Comitê de Redação: MAURO RODRIGUES PENTEADO, HAROLDO D. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, ANTONIO MARTIN

430,22
D
Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

ANO XXXV (Nova Série) n. 101 Janeiro-Março/1996

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

© Edição e distribuição

EDITORA REVISTA DOS TRIBUNAIS LTDA.

LIVRARIA TRIBUTARIA
Rua Cel. Xavier de Toledo, 210
7o. Andar - Conj. 74 - CEP 01048-000
Fone/Fax: 214-3716
3120. 3761

Diretor de Produção: ENYL XAVIER DE MENDONÇA

MARKETING E COMERCIALIZAÇÃO

Diretor: ROBERTO GALVANE

Gerente de Marketing: MELISSA TREVIZAN CHBANE

Gerente de Administração de Vendas: KUNJI TANAKA

CENTRO DE ATENDIMENTO AO CONSUMIDOR: Tel. 0800-11-2433

Diagramação eletrônica: Eurotexto Informática Ltda. – ME. Av. Sete de Setembro, 1000, CEP 18245-000 - Campina do Monte Alegre – São Paulo, SP, Brasil. — *Impressão:* EDITORA PARMA LTDA., Av. Antonio Bardella, 280 — CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Impresso no Brasil

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

AVISO AOS LEITORES

Havendo dirigido a Revista ininterruptamente desde o primeiro número de sua nova série, em 1971, deixo agora as funções de Diretor Executivo, esclarecendo que não participei da redação do nº 100 (outubro-dezembro/1995).

Fábio Konder Comparato

SUMÁRIO

DOUTRINA

Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública — LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES 9

A teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral — ARNOLDO WALD 21

A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos — DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS 27

Emissão de debêntures — NELSON EIZIRIK 37

Os débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 49

As hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas — RENATA BRANDÃO MORITZ 56

As instituições financeiras e a taxa de juros — PEDRO FREDERICO CALDAS 76

ATUALIDADES

Inquérito administrativo CVM e recurso de ofício — LUIZ ALFREDO PAULIN 97

Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa — LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ 109

Representação comercial e distribuição comercial — Importância dos traços distintos — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 114

Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital — Investimento: as lições do modelo francês — FRANÇOISE MONOD 119

JURISPRUDÊNCIA

As cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes — JORGE EDUARDO PRADA LEVY 122

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI 133

ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO 135

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO

ARNOLDO WALD

Advogado em São Paulo e Paris; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ; Presidente do grupo brasileiro da Association Henri Capitant; Ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários — CVM; Ex-Membro do Conselho Monetário Nacional.

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Advogado; Consultor Jurídico e Superintendente de Operações da BNDES Participações S.A. — BNDESPAR.

FRANÇOISE MONOD

Master of Laws da Universidade de Harvard e advogada em Paris (associada de Sokolow, Dunaud, Mercadier & Carreras).

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado no Rio de Janeiro.

JORGE EDUARDO PRADA LEVY

Advogado em São Paulo.

LUIZ ALFREDO PAULIN

Procurador da Fazenda Nacional junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo.

LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ

Mestre e Doutor em Direito; Professor de Direito Comercial da UNESP; Juiz de Direito da 9.ª Vara Cível de Ribeirão Preto.

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

NELSON EIZIRIK

Advogado no Rio de Janeiro. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

PEDRO FREDERICO CALDAS

Advogado em São Paulo.

RENATA BRANDÃO MORITZ

Advogada no Rio de Janeiro.

DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA NO BRASIL E NO EXTERIOR DE AÇÕES PERTENCENTES À ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Sumário: 1. Preliminares — 2. Exigibilidade e dispensa de licitação — 3. A dispensa de licitação na venda de ações — 4. A oferta no mercado externo, através de ADR — 5. A concessão de deságio no preço de venda.

1. Preliminares

1.1. Empresas públicas ou de economia mista estaduais vêm procurando estruturar ofertas globais de ações no mercado de capital. Essas "ofertas globais" compreendem uma oferta em mercados externos (EUA e Europa), através do mecanismo de ADRs ("*American Depositary Receipt*"), e uma oferta no mercado de balcão local.

1.2. Em ambos os casos, as negociações entre ofertante e ofertados ocorrerão fora do pregão da bolsa, e, portanto, serão concluídas a partir de negociações via telefone entre agentes de colocação do ofertante e os potenciais investidores de mercado. O mercado de oferta via balcão é determinado nos mercados internacionais pela prática e no mercado local pela necessidade de que o preço local seja exatamente igual àquele que seja fixado nos mercados internacionais.

1.3. Para maior precisão, a fixação do preço da oferta resulta da composição ponderada (as alocações no mercado local e internacionais proporcionalmente serão diferentes) das cotações obtidas no Brasil, EUA e Europa. Em termos de mecânica, as cotações locais, européias e americanas, registradas nos respectivos livros ao longo do período que antecede a oferta, são reunidas pelo coordenador global da oferta em Nova Iorque, que, após as devidas ponderações, cálculos e eventuais realocações, estabelece um único preço de oferta para todos os mercados.

1.4. Este preço pode ser igual, inferior (desconto) ou superior (prêmio) em relação à cotação do mercado local de bolsa. A experiência com papéis semelhantes na América Latina tem mostrado uma tendência de que ocorra desconto na determinação do preço da oferta.

1.5. Em razão do acima exposto e em virtude da natureza pública do ofertante, surgem as seguintes questões:

(i) sendo as empresas públicas ou de economia mista estaduais pessoa jurídica de direito público interno, e, conseqüentemente, sujeito às normas contidas na Lei 8.666/93 para alienação de bens de sua propriedade, consulta-se se o processo de venda aqui descrito atende aos pressupostos da referida lei;

(ii) na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de mercado no dia da realização do negócio, tal fato

encontra proibição de algum tipo para sua efetivação?

1.6. A resposta a essas perguntas exige o exame prévio de algumas questões preliminares, relativas ao regime de licitação pública e à legislação de mercado, o que passaremos a fazer nas próximas secções.

2. Exigibilidade e dispensa de licitação

2.1. A palavra "licitação" (do lat. *licitatione*) comporta vários significados, quase todos ligados à idéia central de disputa de lances de preço. No contexto da legislação brasileira, a licitação é encarada como o processo de disputa de lances a que a Administração Pública deve recorrer para a aquisição ou alienação de bens e serviços, como condição de obter o melhor proveito coletivo. Sobre constituir um mecanismo técnico de seleção, a licitação consubstancia, assim, na estruturação do regime jurídico das contratações administrativas, um procedimento prévio indispensável, que recebeu, aliás, expressa consagração no inc. XXI do art. 37 da Constituição Federal de 1988.

2.2. Ao impor a *exigibilidade* do processo de licitação pública como formalidade preparatória impostergável de todos os contratos administrativos, esse dispositivo atendeu a três exigências públicas, também de matriz constitucional: a proteção aos interesses públicos, o respeito ao princípio da isonomia e a obediência aos reclamos de probidade administrativa. Com efeito, ao procurar a oferta mais satisfatória, o processo licitatório atende aos interesses da coletividade, que são sempre os objetivos finais da atividade administrativa (CF art. 3.º, IV); ao assegurar a igualdade de condições a todos os concorrentes, o processo licitatório satisfaz ao princípio da isonomia previsto, como regra geral, no art. 5.º, inc. I, e, como regra específica, no próprio art. 37, inc. XXI, ambos da Lei Maior; ao determinar a sujeição dos concorrentes aos termos da policitação e à publicidade do certame, a licitação garante a obediência aos reclamos de moralidade administrativa imposta expressamente pelo art. 37, *caput*, da Carta Magna brasileira.

2.3. Esses princípios gerais, a que se soma um elenco de princípios correlatos, oriundo de outros dispositivos constitucionais, foram expressamente agasalhados pelo art. 3.º da Lei 8.666, de 21 de junho de 1993, que "regulamenta o art. 37, inc. XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos na Administração Pública e dá outras providências". Assim, dispõe o *caput* desse dispositivo que, *verbis*, "a licitação destina-se a garantir a observância do princípio constitucional da isonomia e a selecionar a proposta mais vantajosa para a Administração e será processada e julgada em estrita conformidade com os princípios básicos da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da probidade administrativa, da vinculação ao instrumento convocatório, do julgamento objetivo e dos que lhe são correlatos".[1]

2.4. A falta de licitação, ou a ausência de um desses princípios informadores no procedimento licitatório, acarretará, por conseguinte, a invalidade do contrato administrativo por ele gerado. Ou seja, as licitações são procedimentos administrativos, vinculados e prepositivos, de todos os contratos celebrados

(1) Cf. Celso Antônio Bandeira de Mello, *Elementos de Direito Administrativo*, 1.ª ed., 6.ª tiragem, RT, 1987, p. 100 ss.; Adilson Abreu Dallari, *Aspectos Jurídicos da Licitação*, Ed. Juriscredi, 1973, p. 28 ss.

pela Administração, à míngua das quais não logram eles adquirir validade e eficácia universais, perante as partes e terceiros. Mas embora constituam, como regra geral, antecedente necessário e inafastável dos contratos administrativos, os processos de licitação pública não são de exigibilidade absoluta,[2] posto, que, em certos casos, eles podem ser material e juridicamente inviáveis. Por outro lado, se a obrigatoriedade da licitação responde a esses vetores fundamentais citados — isonomia, probidade e interesse público — é perfeitamente admissível a sua dispensa em determinados casos, em que não se afrontam esses pressupostos fundamentais.

2.5. Com efeito, o direito positivo brasileiro — como o estrangeiro — consagra várias situações de inexigibilidade e de dispensa do processo licitatório. Há *inexigibilidade* quando ocorrem, em casos concretos, circunstâncias especiais, de fato e de direito, as quais, porque inviabilizadoras de competição, afastam peremptoriamente a licitação. A Lei 8.666, de 1993, que disciplina a matéria, cuida de várias hipóteses de inexigibilidade de licitação no seu art. 25, baseadas na exclusividade do fornecedor ou na notória especialização do prestador de serviços, nas singularidades da pessoa contratada ou do bem que se procura obter.[3]

2.6. Há *dispensa* do processo licitatório quando ocorrem, em casos concretos, circunstâncias especiais, previstas em lei, que facultam a não realização da licitação, que era, em princípio, imprescindível. Também aqui, a Lei 8.666 prevê, em seu art. 24, diversas figuras de dispensa de licitação, ditadas por razão de conveniência administrativa, seja porque a pequena relevância econômica da contratação não justifica os gastos de uma licitação, seja porque situações excepcionais, como estado de guerra, calamidades ou grave perturbação social, impossibilitam o exercício normal das funções públicas, seja ainda porque a licitação formal, dadas as peculiaridades da pessoa contratada, ou as do objeto que se busca obter, frustraria a própria consecução dos interesses públicos.[4]

2.7. Como se vê, a inexigibilidade da licitação tem um perfil diferente daquele da dispensa. Dispensa-se o procedimento licitatório quando, sendo ele de início exigível, outros valores, em cotejo, recomendam o seu afastamento. Já na inexigibilidade, a licitação é eliminada pela impossibilidade concreta de competição. Na inexigibilidade, ocorre impossibilidade material ou jurídica do certame; na dispensa, ocorre inconveniência administrativa. A supremacia do interesse público — que fundamenta a exigência, como regra geral, da licitação prévia para as contratações administrativas — justifica, também, tanto a aplicação, em certas hipóteses, de procedimentos licitatórios simplificados, como a dispensa do regime formal do processo de licitação pública.

2.8. É claro que a aferição do interesse público, que fundamenta a dispensa de licitação, não fica entregue à discrição de cada agente público, mas depende de expressa previsão legal, ditada sempre por razões de conveniência administrativa. É ao legislador que caberá avaliar as situações em que, embora viável a licitação, numa relação de custos e benefícios, afigura-se obje-

(2) Adilson Abreu Dallari, ob. cit., p. 42.

(3) Lúcia Valle Figueiredo e Sérgio Ferraz, *Dispensa e Inexigibilidade de Licitação*, 2.ª ed., 1992, RT, p. 32 ss.

(4) Marçal Justen Filho, *Comentários à Lei das Licitações e Contratos Administrativos*, 2.ª ed., Aide, 1994, p. 132 ss.

tivamente inconveniente ao interesse público a sua instauração.[5] Assim, contratações de pequeno vulto não justificam gastos com uma licitação comum. Bens que se sujeitam a processos especiais de negociação, com as ações ou os títulos públicos, não recomendam igualmente a adoção de um processo formal de licitação.

2.9. Advirta-se que, sendo as disposições legais, que estatuem a dispensa de licitação, de direito estrito, a enumeração legal é, conseqüentemente, taxativa, não se admitindo a criação de outros casos por via interpretativa, cabendo ainda dizer que nem sequer lei estadual pode ampliar as hipóteses de dispensa, já que a disciplina da licitação é de competência privativa de lei federal (CF art. 22, inc. XXVII).[6] Por outro lado, é oportuno registrar que a evolução da legislação brasileira tem revelado tendência de alargar o número de hipóteses de dispensa.[7]

2.10. A conseqüência da dispensa da licitação, nas estritas hipóteses capituladas em lei, é, assim, a eliminação dessa formalidade preparatória como requisito necessário ao processo de formação da vontade contratual da Administração Pública, a qual poderá promover a *contratação direta*, independentemente de qualquer procedimento prévio. Essa dispensa da licitação não significa, porém, a inaplicação, nas negociações diretas, dos princípios básicos que o regime da licitação administrativa impõe, visto que a atuação administrativa, inclusive por determinação constitucional, sempre "obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade e publicidade" (CF art. 37, *caput*).[8]

2.11. Com efeito, nessas contratações diretas, onde a licitação já não é necessária, continua, obviamente, a prevalecer, com todo o rigor, a exigência de obediência aos princípios jurídicos fundamentais de isonomia, moralidade e de supremacia do interesse público, que conduzem à melhor contratação possível, que deve ser o objetivo central da Administração. O pequeno vulto do contrato, por exemplo, que autoriza a dispensa de licitação (Lei 8.666/93, art. 24, inc. I e II), não justifica que a Administração pague mais do que faria

(5) Como diz Eros Roberto Grau, embora tratando especificamente da situação de inexigibilidade, "a verificação de determinado caso de inexigibilidade de licitação não é operada no circulo da formulação de um juízo de oportunidade, discricionário, pela Administração, mas sim mediante a formulação, por ela, de um juízo de legalidade" (in "Inexigibilidade de Licitação: Aquisição de bens e serviços que só podem ser fornecidos ou prestados por determinado agente econômico," *Rev. de Direito Público*, n. 100, p. 37).

(6) José Afonso da Silva, "Licitações", in *Rev. de Direito Público*, n. 7, p. 58.

(7) Carlos Pinto Coelho Motta, *Eficácia nas Licitações e Contratos*, ed. Del Rey, 1994, p. 124.

(8) "A dispensa não afasta, em princípio, e fatalmente, a incidência do requisito da licitação." (...) "A licitação existe, em termos de embasamento constitucional, para a realização dos princípios vetoriais, dos princípios fundamentais da Lei das Leis. A Constituição aponta princípios fundamentais, que fazem da licitação a regra, e a contratação direta, a exceção: os princípios da igualdade e da moralidade. É imprescindível licitar, porque não se pode fazer uma discriminação entre iguais..." (...) "Todavia, se a conveniência administrativa in concreto comprovada, aliada ao comprovado interesse público específico, ambos concomitantemente encartáveis em uma das hipóteses do art. 22 do Dec.-lei 2.300, apontarem excepcionalmente para a preferência à diretriz da contratação direta, a licitação pode ser dispensada, não se pondo em xeque ou em choque, então, os aludidos princípios de isonomia e de moralidade" (in Lúcia Valle Figueiredo e Sérgio Ferraz, ob. cit., p. 38/39).

se contratasse com um terceiro, nem privilegie alguns particulares. Não há como justificar, frente ao tratamento igualitário, à moralidade administrativa e ao interesse público, que a Administração efetive contratação abusiva.

3. A dispensa de licitação na venda de ações

3.1. E aqui chegamos ao tema objeto do primeiro ponto. Na seção relativa às alienações de bens *móveis* da Administração Pública (Seção VI), a Lei 8.666 alinha, no art. 17, inc. II, várias hipóteses de dispensa de licitação, incluindo, na alínea "c", a venda de ações, nos seguintes termos:

"*Art. 17. A alienação de bens da Administração Pública, subordinada à existência de interesse público devidamente justificado, será precedida de avaliação e obedecerá às seguintes normas: (...)*

II — quando móveis, dependerá de avaliação prévia e de licitação, dispensada esta nos seguintes casos: (...)

c) venda de ações, que poderão ser negociadas em bolsa, observada a legislação específica; (...)"

3.2. Seis são as figuras de dispensa de licitação para alienação de bens móveis da Administração, previstas no dispositivo acima reproduzido: a) doação de bens para fins e uso de interesse social; b) permuta de bens entre entidades públicas; c) venda de ações da Administração; d) venda de títulos públicos; e) comercialização de bens produzidos por entidades da Administração Indireta; e f) alienações de materiais e equipamentos entre entidades da Administração Pública. Em todas essas hipóteses, a dispensa da licitação conduz à "contratação direta", independentemente de qualquer outra formalidade preparatória. Salvo as exigências de "interesse público devidamente justificado" e de "avaliação prévia", as alienações acima elencadas se formalizariam através de transações de direito comum.

3.3. Assim, no caso de alienação de ações pertencentes às entidades de Direito Público, a lei dispensa a licitação, permitindo a negociação direta, independentemente de qualquer outra condição, com a ressalva, porém, de que seja "observada a legislação específica". Ora, a legislação específica, depois de distinguir as ações de companhias abertas das fechadas, "conforme os valores de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsas ou no mercado de balcão" (Lei 6.404/76, art. 4.º; Lei 6.385/76, art. 22), estabelece a regra de que: (a) a venda de ações de companhia fechada — que não podem ser negociadas em bolsas, nem em mercado de balcão, porque essas companhias não estão devidamente registradas na CVM (Lei 6.385, art. 21, § 1.º) — deverá ser realizada diretamente pela Administração através de "negociação privada" (tal como definida pela Deliberação CVM 20, de 15.2.85); e (b) a venda de ações de companhias abertas, detidas pela Administração Pública, poderá, *facultativamente*, ser realizada ou diretamente, através de negociação privada, ou através do mercado de bolsa ou de balcão.

3.4. A venda de ações de companhias abertas, de propriedade da Administração, passará, no entanto, a ser *obrigatoriamente* negociada em bolsa ou em balcão, em "situações que configurarem distribuições secundárias, sujeitas a prévio registro na CVM", tais como "a venda de ações ordinárias ou preferenciais que correspondam a mais de 5% de ações da mesma espécie ou classe em circulação no mercado", ou simplesmente quando correspondam a "qualquer quantidade de ações, quando tra-

duzam esforço de venda superior ao normal ao intermediado nesse mercado secundário" (Instrução CVM 88, de 3 de novembro de 1988, arts. 1.º e 2.º, incs. I e IV).

3.5. Essas hipóteses de venda, que envolvem alienação significativa de ações, na medida em que "asseguram acesso ao público investidor e objetivem maior dispersão acionária" deverão, por lei, ser *obrigatoriamente* realizadas "pelo sistema de distribuição no mercado de capitais, inclusive no mercado de balcão" (Instrução CVM 88/88, art. 8.º).

3.6. Ora, é dentro do contexto dessa legislação de mercado que deve ser interpretada a dicção do art. 17 da Lei de Licitação, acima reproduzido, que dispõe que, dispensada a licitação na venda das ações de propriedade da Administração, estas "poderão ser negociadas em bolsa". A venda dessas ações em bolsa é, assim, prevista, como uma faculdade, não como uma imperiosa determinação legal,[9] dependendo evidentemente de sua caracterização como ações de companhias abertas, já que às ações de companhias fechadas é vedado o acesso ao sistema de distribuição no mercado de capitais (cf. Instrução CVM 60, de 14.1.87, art. 1.º). Em suma, a venda em bolsa ou no balcão de ações representativas de companhias abertas é facultativa, a não ser que a operação cogitada se enquadre nas hipóteses de vendas "que envolvam quantidade significativa" de valores mobiliários, quando, então, conforme manda a Instrução 88/88 da agência reguladora, deverão elas ser negociadas obrigatoriamente através do sistema de distribuição, *sem, contudo, impor que essa negociação se opere exclusivamente em bolsa.*

3.7. Anteriormente a essa Instrução, em 14 de julho de 1988, e ainda no império do revogado Dec.-lei 2.300, de 1986, que tratava do estatuto das licitações públicas, a Comissão de Valores Mobiliários deu a público a Deliberação CVM 66, que veio dispor sobre a alienação de ações "de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público". Nessa Deliberação, o Colegiado da CVM *recomendava:* (a) que a venda das ações representativas do capital de companhia aberta, com registro para negociação em bolsa, fosse realizada "mediante leilão no recinto das bolsas de valores"; e (b) que a venda das ações representativas do capital de companhia fechada, ou de companhia aberta com registro para negociação no mercado de balcão, fosse realizada também "através de leilão especial, sem interferência de vendedores".

3.8. Tratava-se, porém, como dizia a própria Deliberação, de uma "recomendação", para que se utilizasse na contratação direta de ações de companhia fechada, ou na negociação de ações de companhia aberta, realizada no mercado bolsístico e de balcão, procedimentos de natureza licitatória, sem, no entanto, consubstanciar propriamente uma obrigação legal. Recomendações desse naipe são aliás muito freqüentes em certos pronunciamentos da CVM,[10]

(9) A Lei Estadual 10.395, de 17 de dezembro de 1970, relativa às contratações e licitações da Administração centralizada e autárquica do Estado de São Paulo, previa a dispensa de licitação no caso de alienação "ações, sempre vendidas em bolsa" (art. 18, II, "c"). Na Lei federal 8.666, a dispensa da licitação no caso de ações, ao contrário da lei estadual, tem outra redação, estabelecendo mera faculdade, "observada a legislação específica" (cf. Antônio Marcello da Silva, *Contratações Administrativas*, RT, 1971, p. 50).

(10) "A CVM em várias ocasiões ressaltou o aspecto "didático" de certas normas da Lei

e, na espécie, só viriam a adquirir caráter de cogência, e no que tange exclusivamente à distribuição secundária através do mercado de bolsa, a partir da Instrução CVM 88, supramencionada, de novembro de 1988, que impôs o sistema de "leilão especial" nesse tipo de negociação, sem estendê-lo, porém, às distribuições no mercado de balcão, visto ser procedimento incompatível com esse tipo de mercado (art. 10).[11]

3.9. Cumpre ainda frisar que essas disposições aplicam-se a todas às companhias abertas, que se encontram nas situações referidas. Em nenhum momento, aliás, a lei das sociedades anônimas ou a Lei 6.385 estabeleceram um regime diferenciado para a negociação de ações pertencentes a órgãos públicos. A única previsão legal existente diz respeito à venda de ações de sociedades de economia mista, pertencentes à União Federal, as quais, de fato, dispõem de um regime próprio, instituído pelos arts. 60 e 61 da Lei 4.728, de 1965, que impõem sejam elas negociadas "através do sistema de distribuição no mercado de capitais", aí também sem privilegiar o mercado de bolsa.[12]

3.10. A recomendação da Deliberação CVM 66/88, no sentido de que a venda das ações pertencentes à Administração Pública se fizesse através de leilão especial, seja nos casos de ações de companhia fechada ou aberta, com registro no mercado de bolsa ou de balcão, era motivada, segundo explica nos seus *consideranda*, pelo fato de que a alienação dos bens da Administração deve orientar-se no sentido do interesse público e em obediência aos princípios da moralidade, da publicidade e da plena transparência. Ora, ao admitir a dispensa do regime formal da licitação, para a alienação de ações, a Lei de Licitação não a afasta, por certo, dos princípios vetoriais do instituto, posto que os vê preservados mesmo quando ausente o procedimento prévio licitatório, fato devidamente apreciado pelo legislador quando admitiu a exceção.

3.11. Por outro lado, em nenhuma das hipóteses do seu art. 17, a Lei 8.666 condiciona a dispensa da licitação a procedimentos alternativos, porventura previstos em legislação específica, que possuam também natureza licitatória, e que lhe assegurariam, por essa razão, idêntico respeito aos princípios que norteiam a licitação pública. A observância dos princípios da legalidade, moralidade, impessoalidade e publicidade continua a ser permanente e obrigatória em todos os casos em que a licitação é dispensada, na medida em

das S.A. ou mesmo dos regulamentos administrativos, mencionando o caráter de 'recomendação' que estaria contido em alguns de seus atos normativos" (Nelson Eizirik, "As Lições do Caso Vale", in *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 6, n. 16, 1980, p. 20.

(11) Ou talvez se possa dizer que toda oferta pública, via bolsa ou mercado de balcão, já reveste, por si só, natureza licitatória, como se pronunciou o E. Tribunal Federal de Recursos. De fato, o TFR, em decisão de sua 2.ª Turma, já se pronunciou no sentido de que a oferta pública "é procedimento licitatório, onde as normas obrigam a todos, desde quando prevalecentes (AMS 98.060, Relator Min. Willian Patterson, cit. por Arnoldo Wald, "in" "A oferta pública e a uniformidade de tratamento dos acionistas", publicado na *Revista da CVM*, 1/71-74, jan. 1983.

(12) Arnoldo Wald mostra que a Lei 4.728/65, como lei especial, criou um regime próprio para a venda de ações de sociedade de economia mista, não revogado pela legislação geral posterior (Lei 6.404/76 e 6.385/76) in "Do regime legal da venda de ações de sociedades de economia mista pertencentes à União Federal", *Revista de Direito Mercantil*, n. 39, p. 23 ss.

que eles constituem os fundamentos da validade de toda e qualquer ação administrativa.[13] O leilão especial, imposto pela legislação de mercado para o processo de distribuição secundária através da bolsa, nada tem a ver, pois, com o leilão previsto como modalidade de licitação pública na Lei 8.666, de 1993, em seus arts. 22, alínea V, e 53, do qual a venda de ações da Administração Pública está, repita-se, expressamente dispensada.

3.12. Nessas condições, podemos afirmar, em conclusão, que, dispensada de licitação pela Lei 8.666/93, nada obriga a que a venda pública das ações representativas do capital de empresas públicas ou de economia mista estaduais, deva necessariamente ser realizada através de pregão em bolsa, mediante leilão especial. Registrada, como está, na CVM, para a negociação de seus valores em bolsa, a oferta pública das ações preferenciais da companhia, de que ora se cogita, poderá perfeitamente ser realizada fora dos recintos das bolsas, no mercado de balcão, através das entidades que compõem o sistema de distribuição dos valores mobiliários, sem o recurso a qualquer procedimento licitatório alternativo. Basta que, na forma da lei, sejam obtidos previamente o registro e a autorização da CVM, que legitimam o desencadeamento dessa operação no mercado secundário de balcão (Lei 6.385, art. 21, § 3.º; Instrução CVM 88, arts. 2.º, *caput*, e 8.º).

4. A oferta no mercado externo, através de ADR

4.1. Cumpre, ainda, tocar em outro ponto. Ocorre que, tal como está exposto no preâmbulo deste, cogita-se, na espécie, da realização de uma operação de distribuição, global e simultânea, de ações, compreendendo tanto uma oferta no mercado de balcão local, quanto uma oferta em mercados externos (EUA e Europa), através do mecanismo dos ADR ("*American Depositary Receipts*"), emitidos com base na Regra 144A da "*Securities and Exchange Comission*" (CVM), dos Estados Unidos.

4.2. O ADR, como se sabe, é um certificado negociável de depósito, representativo de um certo número de ações de empresa aberta, não sediada nos Estados Unidos, que são depositadas em instituição financeira norte-americana, a fim de que possam ser negociadas, por via indireta, no mercado americano, mediante essa incorporação em papéis que propiciam uma "americanização", digamos assim, dos títulos estrangeiros. Assim, o titular do ADR tanto poderá vender o certificado, no mercado norte-americano ou internacional, como, se preferir, receber os títulos originais depositados, e negociá-los no mercado nacional respectivo.[14]

4.3. Os ADR surgiram, pela primeira vez, em 1927,[15] mas foi tão-somente em

(13) Hely Lopes Meirelles, *Direito Administrativo Brasileiro*, 15.ª ed., 1990, p. 77.

(14) Cf. Arnoldo Wald, "Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR de ações preferenciais de instituição financeira brasileira", in *Rev. de Direito Mercantil*, n. 92, p. 7 ss.

(15) "...the Guaranty Trust Company of New York (now merged into the Morgan Guaranty Trust Co. of N.Y.), in cooperation with a number of leading brokerage firms in New York and abroad and with several stock exchanges, devised in 1927 an American Depositary Receipt (ADR). This instrument is a negotiable receipt, registered in the owner's name, for a stated number of sharess of a foreign corporation issued by the trust departments of the large New York City commercial banks..." (Jules I. Bogen, *Financial Handbook*, N. York, 4.ª ed., 1964, p. 3/29).

1955 que assumiram um papel relevante no mercado, quando a "*Securities and Exchange Comission*" (SEC), a agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, os disciplinou, baixando a regulamentação denominada *Form S-12*. As vantagens dos ADR sobre os títulos estrangeiros, por eles representados, para efeito desse acesso ao mercado norte-americano, decorrem do fato de que eles são emitidos na moeda norte-americana e são regidos pelas leis dos EUA. Para as empresas estrangeiras, as vantagens desses certificados defluem do fato de que os mesmos lhes permitem o acesso ao mercado norte-americano, sem que as suas ações fiquem submetidas às formalidades dos registros na CVM, ou as companhias ao sistema de informação permanente ("*integrated disclosure system*"), imposto pelas leis norte-americanas de mercado.

4.4. Esses certificados adquiriram sua forma atual com a adoção pela SEC da chamada *Rule 144A*, de 23 de abril de 1990, dando nascimento às chamadas "Rule 144A American Depositary Shares" ("*Rule 144A ADSs*"), incorporáveis nos certificados denominados "Rule 144A American Depositary Receipts" ("*Rule 144A ADRs*").[16] Dita regra tem por fim propiciar uma exceção à secção 5 da Lei de Títulos, de 1933, que requer o registro da companhia e da distribuição na SEC, assim como às exigências de informação integrada da Lei de Títulos de 1933 e da Lei de Títulos e Bolsa de 1934 admitindo, destarte, uma colocação privada (*private placement*) peculiar, em que as ações estrangeiras são negociadas com um limitado número de compradores e investidores institucionais, elencados no diploma citado como "*qualified institucional buyers* (QIB)".

4.5. São qualificados como QIB, ou seja, compradores institucionais ou investidores profissionais dessas ações (ações essas objeto de depósitos ADR, e isentas dos registros impostos pela legislação, nos termos do parágrafo 4(2) da Lei de 1933 e da Regulation D, razão pela qual são denominadas "*restricted securities*"), são qualificadas como QIB, repita-se, justamente as instituições que compõem o sistema de distribuição de valores no mercado, conforme se observa da lista constante da secção(a), (i) a (iii), da mencionada "*Rule 144A*".[17]

4.6. Daí a natureza singular de distribuição *quase-pública* dessa colocação privada de ações, como é expressamente insinuada no "*prefatory release*" (Sec. Act Rel. 6862) e no item 7 das "*preliminary notes*" da Regra 144A, constituindo o mercado correspondente — o chamado "*Rule 144A market*" — um primeiro passo no sentido da oferta pública.[18]

(16) A *Rule 144A* (*Private Resales of Securities to Institutions*) foi originalmente proposta através do *Securities Act Release N. 6806*, 42 SEC Docket (CCH) 76, em 25 de outubro de 1988; reproposta através do *Securities Act Release N. 6839*, 43 SEC Docket (CCH) 2027, em 11 de julho de 1989, e adotada mediante o *Securities Act Release N. 6862*, 46 SEC Docket (CCH) 26, de 23 de abril de 1990, e codificada no 17 C.F.R. par. 230.144A (1991).

(17) Há uma tendência a ampliar o número desses QIBs, como aliás há uma tendência de ampliar esse "*private placement market*". Nos Estados Unidos, essas colocações privadas aumentaram de $18 bilhões de dólares em 1981 para $139 bilhões em 1987 e $202 bilhões em 1988 (cf. "SEC Rule 144A: The Rule Heard Round the Globe — or the Sounds of Silence?" in *The Business Lawyer*, v. 47, Nov. 1991, p. 333 ss).

(18) "However, it is clear from the language in the prefatory release and the Preliminary Note 7 to the Rule that, in combination with either Regulation D or par. 4(2), the

4.7. Ora, essa distribuição secundária fora de bolsa, com investidores e intermediários profissionais, se aproxima muito da distribuição secundária de balcão. Ademais, a adoção, para a negociação e cotação desses certificados, do sistema "PORTAL" (acróstico de "Private Offerings Resale and Trading through Automated Linkages"), como mercado computadorizado fora de bolsa, instituído em 15 de junho de 1990 pela NASD ("National Association of Securities Dealers"), encarregada da regulação do mercado de balcão, aproxima ainda mais essa distribuição no mercado de ADR da oferta implementada através do mercado de balcão. É uma forma engenhosa de introduzir as ações estrangeiras no mercado norte-americano, sem autorizar que as mesmas funcionem como expediente hábil para levantar recursos oriundos da poupança pública, visto que só os QIBs podem participar do "PORTAL".[19]

4.8. Ora, tudo isso nos habilita a concluir que a operação global de ações de empresas públicas ou de uma mista, fora de bolsa, através do mecanismo simultâneo de ADRs e do mercado de balcão local, atende a todos os pressupostos tanto da Lei 8.666/93, quanto da legislação específica de mercado, a que a lei de licitação referida se reporta, não havendo a obrigatoriedade de que essa distribuição se faça através de leilão especial da bolsa.

Rule 144A market is open to initial public offerings, assuming the first sale is to an underwriter" (Joseph W. Bartlett, *Venture Capital, 1993 Cumulative Supplement*, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 91).

(19) Cf. Kulkosky, *New Market in NASD's Window of Opportunity*, Dealers' Dig. Inc., set. 1990, p. 8: "Absent an automated market such as the PORTAL system, the private placement market is "disjointed and manual, with transactions often negotiated over the telephone or face-to-face (nota 97).

5. A concessão de deságio no preço de venda

5.1. E aqui passamos ao último ponto: na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de mercado local no dia da realização do negócio, tal fato encontraria proibição de algum tipo para sua efetivação? A resposta a essa pergunta recomenda que voltemos a examinar a operação, já descrita na consulta.

5.2. Como está imaginado, a oferta global, compreende uma oferta em mercados externos (EUA e Europa) e uma oferta local, via ADR e balcão, orientadas ambas pela necessidade de o preço local ser exatamente igual àquele que vier a ser fixado nos mercados internacionais. Nesses mercados externos, as ADS, representando, cada uma, várias ações das empresas, corporificadas em certificados ADR, serão oferecidas, nos EUA, através de adquirentes iniciais, e na Europa através de gerentes internacionais, a compradores institucionais (QIBs) e a um limitado número de investidores institucionais. A esses investidores iniciais e intermediários, é assegurada uma opção de compra de títulos suplementares.

5.3. Em princípio, o preço inicial da oferta será determinado, com base na cotação das ações na Bolsa de Valores brasileiras, levando, porém, em conta fatores do mercado no Brasil e no exterior, assim como outras condições. Tendo em vista que as ADS representam várias ações das empresas brasileiras, o preço a prevalecer na oferta local corresponderá uma cifra, em reais, equivalente a um-duzentos e sessenta avos do preço a viger na oferta de ADS. Para maior precisão, a fixação do preço da oferta global resultará da composição ponderada das cotações obtidas no Brasil,

EUA e Europa, entendido sempre que as alocações nos mercados local e internacionais serão diferentes.

5.4. Em termos de mecânica, a determinação desse preço será feita do seguinte modo: ao longo do período que antecede a oferta, as cotações locais, européias e americanas serão registradas e reunidas pelo coordenador global da oferta combinada em Nova Iorque que, após as devidas ponderações, cálculos e eventuais realocações, estabelecerá um único preço de oferta para todos os mercados. Esse preço poderá ser igual, inferior ou superior em relação à cotação do mercado de bolsa.

5.5. Na eventualidade de ser necessária a concessão de "deságio" no preço de venda, em relação ao preço de mercado no dia da realização do negócio, tal fato não encontrará proibição de nenhuma espécie para sua efetivação, na legislação brasileira. Com efeito, o preço de mercado reflete sempre o jogo da oferta e da procura, e a distribuição de um volume significativo de ações através dos intermediários do sistema sempre pode gerar uma redução na determinação do preço de oferta.

5.6. Como se sabe, as distribuições secundárias através do mercado de balcão, "que tenham por objeto valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores", são disciplinadas pela Instrução CVM 88, de 1988, já tantas vezes citada (art. 8.º).[20] Para efeito do pedido de registro dessas distribuições no mercado de balcão, a ser requerida à CVM, determina essa Instrução que o mesmo venha instruído, entre outros documentos, com uma minuta do "anúncio" do início da distribuição (art. 10, "a"), que necessariamente deverá conter o valor dos títulos a serem oferecidos e o "preço inicial de venda" dos mesmos (Anexo II, inc. 4.1 e 4.2).[21]

5.7. Contudo, nenhuma disposição existe estabelecendo que esse preço não possa ser inferior ou superior ao preço de cotação no mercado local de bolsa. Na verdade, a experiência tem demonstrado de que, via de regra, é estabelecido um desconto na determinação do preço inicial de oferta, visto que, envolvendo um volume de papéis sensivelmente superior à demanda normal negociada nos pregões da bolsa, o preço de oferta tende a ser inferior ao de cotação, que reflete o fluxo normal de negociações.

5.8. Aliás, na própria Instrução CVM 88, ao tratar da questão da distribuição de ações emitidas por "companhias fechadas", que pertençam a acionista controlador ou a pessoas a ele equiparadas, e que serão distribuídas ao público através do mercado de balcão, são previstas expressamente as hipóteses de deságios e prêmios, até "posteriormente ao pedido de registro" (art. 2.º, II, combinado com o art. 10, III, "g"). Por que não seria possível estabelecê-las na

(20) É prevista a negociação fora de bolsas de valores mobiliários nelas admitidas quando "destinadas à distribuição pública" e "quando relativas a negociações privadas" (Resolução n. 1.656, de 26 de outubro de 1989, art. 36, incs. II e III).

(21) Por outro lado, a Instrução CVM 42, de 28.2.85, estabelece que as operações no mercado secundário de balcão com ações admitidas em bolsa obrigam as sociedades que integraram o sistema de distribuição a manterem arquivadas, à disposição da CVM, informações a respeito do "preço de compra e/ou venda" (art. 2.º, V), ocorrido, devendo remeter, outrossim, à CVM, semanalmente, demonstrativo consolidado das negociações realizadas nesse mercado, especificando "preços mínimos e máximos" (art. 3.º, *caput*).

distribuição de ações de companhias já admitidas em bolsa?

5.9. De resto, na disciplina dos procedimentos especiais de negociação em bolsa para as operações que representem quantidades de ações superiores à média diária negociada nos seus pregões (as chamadas "*blocktrades*"), a Instrução CVM 168, de 23 de dezembro de 1991, expressamente prevê a possibilidade de a fixação do preço-base do leilão se concentrar numa cifra inferior às últimas cotações, tomando por base cotações-médias (art. 8.º, § 1.º, alínea II), o que legitimaria plenamente se adotassem parâmetros análogos na distribuição secundária de balcão.

5.10. Na verdade, a fixação de um preço inferior aos de cotação em bolsa só seria ilegítimo caso viesse a configurar preço "criado em condições artificiais", "manipulação de preço" ou "uso de práticas não-equitativas", que são condutas repelidas pela legislação de mercado (Lei 6.385, de 1976, arts. 4.º, V e VIII e 18, II, "b"). Mas essas figuras só ocorrem quando comprovadamente se constata a existência de dolo e simulação na determinação do preço da oferta (cf. Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979). No caso, a fixação do preço inicial da oferta, aliás com base no preço de cotação, resultará de uma prévia e atenta consulta ao mercado externo, feita pelos membros do consórcio de distribuição e registradas pelo coordenador.

5.11. Essa mecânica nos autoriza, assim, a concluir que, na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de cotação bursátil no dia da realização do negócio, tal fato será perfeitamente legítimo, já que não encontra proibição de tipo algum na legislação para sua efetivação, nem vem tisnada por conduta maliciosa.