

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.

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Fundador:

WALDEMAR FERREIRA

Diretor:

PHILOMENO J. DA COSTA

Diretor Executivo:

FÁBIO KONDER COMPARATO

Coordenador:

WALDÍRIO BULGARELLI

Redatores:

ANTONIO MARTIN, CARLOS ALBERTO SENATORE, HAROLDO M. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MAURO DELPHIM DE MORAES, MAURO RODRIGUES PENTEADO, NEWTON DE LUCCA, NEWTON SILVEIRA, PAULO SALVADOR FRONTINI, RACHEL SZTAJN, VERA HELENA DE MELLO FRANCO.

Serviços gráficos: Editora Parma Ltda., Av. Antonio Bardella, 280
— CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Edição e distribuição da

EDITORA 
REVISTA DOS TRIBUNAIS

Rua Conde do Pinhal, 78 — Caixa Postal 678
Tel. (011) 37-2433 — Fax (011) 37-5802
CEP 01501-060 - São Paulo, SP, Brasil

SUMÁRIO

DOCTRINA

- O “dumping” como forma de abuso do poder econômico — Luiz Gastão Paes de Barros Leães 5
- Variação cambial como indexador de contratos — Luciano Amaro 16
- Dos contratos de utilização de navios no Direito Brasileiro (Análise Crítica) — Ary Brandão de Oliveira 27
- Redução dos custos de captação no Mercado de Valores Mobiliários — Nelson Eizirik 37
- Riscos da atividade empresarial no âmbito penal — Joaquim Simões Barbosa 42
- Comércio exterior brasileiro: “Antidumping” Mercosul — Pedro Paulo Cristofaro 58
- A responsabilidade especial dos empreiteiros prescrita no art. 1.245 do Código Civil — João Luiz Coelho da Rocha 64

JURISPRUDÊNCIA COMENTADA

- Variação cambial de moeda nacional — Waldírio Bulgarelli 72

ATUALIDADES

- O crédito documentário e os usos e costumes internacionais: seu papel como fator de desenvolvimento econômico e de integração social — Luiz Felizardo Barroso 78

NOTAS BIBLIOGRÁFICAS

- “Proteção do consumidor no contrato de compra e venda” — Alberto do Amaral Júnior — Comentário de Waldírio Bulgarelli 87

- ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO 88

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO**ARY BRANDÃO DE OLIVEIRA**

Advogado

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado no Rio de Janeiro.

JOAQUIM SIMÕES BARBOSA

Advogado.

LUCIANO AMARO

Advogado.

LUIZ FELIZARDO BARROSO

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro e Membro do Instituto dos Advogados Brasileiros.

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

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

NELSON EIZIRIK

Advogado.

PEDRO PAULO CRISTOFARO

Advogado no Rio de Janeiro — Professor Contratado de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

WALDÍRIO BULGARELLI

Professor Titular de Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — Professor dos cursos de graduação e pós-graduação da Faculdade de Direito da USP — Membro do Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli; Instituto Paulista de Direito Agrário; do Instituto dos Advogados de São Paulo e Instituto dos Advogados Brasileiros e da Academia Paulista de Direito.

DOCTRINA

REDUÇÃO DOS CUSTOS DE CAPTAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS*

NELSON EIZIRIK

1. Observações preliminares — 2. Custos da regulação — 3. Custos de intermediação.

1. OBSERVAÇÕES PRELIMINARES

Abordaremos, na presente exposição, a questão referente aos custos envolvidos no processo de capitalização das companhias no Mercado de Valores Mobiliários.

Trata-se de aspecto bastante relevante no contexto da regulação do mercado de capitais, particularmente em momento de crise econômica, como a que temos vivido nos últimos anos, em que a questão da redução dos custos associados ao processo de captação de recurso no mercado assume crescente importância.

Parce haver certo consenso no sentido de que os custos de captação de recursos no Mercado de Valores Mobiliários e de manutenção do *status* de companhia aberta são bastante elevados, eventualmente maiores do que os benefícios.

Nesse caso, é conveniente uma análise da questão tendo em vista os objetivos da regulação das companhias abertas, para que se possa verificar se não estão eles eventualmente sendo alcançados a um custo excessivo, não correspondente aos benefícios gerados para as companhias abertas.

Os objetivos da regulação do mercado de capitais, conforme já tivemos a oportunidade de analisar,¹ podem ser divididos em dois grupos: 1.º) a proteção aos investidores, que são os consumidores dos “produtos” (ações, debêntures, etc.) transacionados no mercado; 2.º) o au-

mento da eficiência econômica do mercado, de tal forma que os recursos nele alocados obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo. A intervenção governamental no Mercado de Valores Mobiliários, como em qualquer outro, justifica-se, em princípio, quando os custos da regulação forem mais baixos do que as perdas causadas pela situação de ineficiência verificada no mercado. O grau ótimo de regulação significa a máxima proteção ao investidor ao menor custo para o mercado.

Podemos identificar, para fins de análise, dois grandes “focos” de custos para as companhias abertas: aqueles decorrentes da regulação governamental; e aqueles decorrentes do processo de intermediação de valores mobiliários. Trataremos, em seguida, de analisá-los separadamente, bem como de propor medidas que possam eventualmente eliminar ou, pelo menos, minimizar tais custos.

2. CUSTOS DA REGULAÇÃO

Uma imperfeição do sistema de regulação das companhias que captam recursos no Mercado de Valores Mobiliários decorre, a nosso ver, do próprio conceito de companhia aberta.

* Conferência proferida no IV congresso das Companhias Abertas, em 10.11.92.

Nos termos do art. 4.º da Lei das S/A, uma companhia é considerada “aberta” quando os valores mobiliários de sua emissão estão admitidos à cotação em Bolsa de valores ou no Mercado de balcão. O parágrafo único do art. 4.º dispõe expressamente que somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em Bolsa ou no Mercado de balcão. Já o art. 2.º da Lei 6.385/76 considera como valores mobiliários: 1) as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; 2) os certificados de depósito de valores mobiliários; 3) outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Também constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385/76: os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários (art. 3.º do Dec.-lei 2.286/86); as notas promissórias emitidas por sociedades anônimas destinadas à oferta pública (“commercial papers”), nos termos da Res. 1.723/90, do Conselho Monetário Nacional, regulamentando o disposto no art. 2.º, III, da Lei 6.385/76.

O conceito de companhia aberta, assim, abrange toda e qualquer companhia que realize emissão pública de qualquer dos valores mobiliários acima enumerados. Ou seja, nos termos da Lei é aberta tanto a companhia que tem suas ações altamente negociadas em Bolsa de valores como a companhia que realiza uma única emissão pública de debêntures ou de “commercial papers”.

O “*status*” de companhia aberta acarreta uma série de custos à sociedade relativos à auditoria externa obrigatória, prestação permanente de informações ao Mercado, submissão ao poder disciplinar da CVM, pagamento de taxas à CVM, etc. Nos termos de nosso sistema legal, a companhia aberta está obrigada a manter uma permanente “transparên-

cia” de seus negócios; com efeito, o “disclosure” constitui um dos elementos básicos no sistema de proteção aos investidores e acionistas minoritários.

A sistemática legal de proteção permanente aos investidores justifica-se quando são eles aplicadores de recursos em títulos de participação, como são as ações. Com efeito, o objetivo básico da política de “disclosure” é assegurar aos investidores que o processo de formação de preços dos papéis é fidedigno, ou seja, as cotações refletem o conjunto das informações disponíveis acerca de determinada companhia.

A nosso ver, portanto, deveria ser alterado o conceito de companhia aberta, para abranger apenas as sociedades que tivessem admitidos à negociação pública os seguintes valores mobiliários: ações; debêntures conversíveis em ações; e bônus de subscrição. Ademais, deveria ser permitida a emissão pública de debêntures simples e de “commercial papers” às companhias fechadas. Para tanto, seria instituído um registro simplificado, apenas da emissão, sem que fosse necessário que a companhia se registrasse na CVM, como companhia aberta, com todos os ônus decorrentes de tal *status* legal.

A proposta, para sua implementação, dependeria de alteração no conceito de companhia aberta, tal como estabelecido na Lei das S/A e na Lei 6.385/76, assim como da criação de um sistema de registro simplificado de emissão pública de debêntures não conversíveis e de “commercial papers”.

Outro componente significativo dos custos para as companhias abertas relaciona-se às publicações exigidas pela Lei das S/A.

O objetivo básico da prestação de informações (“disclosure”) é prover os investidores dos dados necessários a uma tomada consciente de riscos; ademais, o “disclosure”, conforme antes referido, aumenta a eficiência do Mer-

cado na determinação do valor dos títulos negociados. Eficiência, nesse sentido, significa a capacidade de reação das cotações dos papéis às novas informações; quanto mais rápida for esta reação, mais eficiente será o mercado.

A produção e a divulgação das informações, porém, tem um custo. Em muitos casos, como tipicamente ocorre com as companhias que são legalmente definidas como abertas por terem realizado emissões públicas de debêntures simples, tal custo é seguramente maior do que os benefícios, posto que, tratando-se de títulos de dívida, as informações não são relevantes para o processo de formação de preços de tais papéis. A redefinição da companhia aberta, conforme antes sugerido, eliminaria tais custos para as companhias que apenas emitiram publicamente debêntures simples e "commercial papers".

Mesmo no caso das companhias que são abertas por terem emitido publicamente ações, debêntures conversíveis ou bônus de subscrição, caberia uma reavaliação dos custos associados à divulgação de informações.

Conforme dados levantados pela própria ABRASCA, os gastos anuais das companhias abertas com publicações legais, chegam, na média, a atingir cerca de 95 mil dólares, ou seja, são bastante elevados.

Entendemos ser plenamente razoável a proposta da CVM, contida no Projeto de Lei das S/A que colocou em audiência pública (que consideramos, no geral, repleto de defeitos e incorreções) no sentido de se alterar o art. 289, § 2.º, para permitir que as publicações legais sejam substituídas por: a) envio da íntegra dos documentos aos acionistas; ou b) arquivamento dos documentos não publicados na Junta Comercial; ou c) publicação, em jornal de grande circulação, de aviso colocando à disposição dos interessados as informações. Com efeito, o essencial é que as informações

estejam disponíveis aos investidores, por qualquer meio, não necessariamente mediante a utilização da imprensa; não há, portanto, razões legítimas que possam impedir a redução de tais custos de publicações legais.

Vale mencionar, ainda, os custos referentes às taxas de fiscalização pagas à CVM, nos termos da Lei 7.940, de 20.12.89. Em princípio, consideramos plenamente razoável a cobrança da taxa de fiscalização, cujo fato gerador é o exercício do poder de polícia atribuído à CVM, posto que justifica-se, socialmente, que os usuários do mercado (intermediários, companhias abertas, etc.) arquem com parte dos custos da regulação.

Por outro lado, tais taxas devem ser proporcionais aos custos efetivamente incorridos pela CVM no exercício do seu poder de polícia. Com relação às taxas cobradas pelo registro da emissão pública de valores mobiliários, não se verifica tal adequação; com efeito, nos termos da tabela "D", anexa à Lei 7.940/89, é cobrada uma *taxa fixa*, à alíquota de 0,30% do valor do registro. Ora, o serviço prestado pela CVM no registro da emissão pública é rigorosamente o mesmo para uma emissão de cem ou de um milhão de dólares, não sendo justificável, portanto, uma alíquota fixa. Assim, deveria ser alterada a sistemática vigente, modificando-se a tabela acima mencionada, para estabelecer-se alíquotas decrescentes (mantido o teto máximo de 0,30%) em função do valor da emissão pública.

3. CUSTOS DE INTERMEDIAÇÃO

Os custos de colocação pública de valores mobiliários são também consideráveis, alguns decorrentes da estrutura do sistema de intermediação, outros de imperfeições da legislação.

Vale notar, inicialmente, que os custos de "underwriting" são relativamente

altos. Levantamento realizado junto à CVM, relativo a treze emissões públicas realizadas no corrente ano, nas quais houve, por parte do intermediário, garantia firme de subscrição, revelou que, na média, o custo de "underwriting" esteve em 5.12%, no caso de ações; e em 1.8% no caso de debêntures.

Há ainda custos, menos visíveis, associados à subavaliação das ações, verificada com maior frequência quando a companhia está abrindo seu capital, inexistindo, no caso, parâmetros concretos para a fixação do preço de emissão de suas ações.

Ocorre, no caso, um conflito de interesses entre o "underwriter" e a empresa emissora. À companhia interessa um preço de emissão tão alto quanto possível, o que lhe permite obter recursos a um custo menor e minimizar eventuais reclamações, por parte de acionistas minoritários, quanto à diluição de sua participação no patrimônio da companhia. Já ao "underwriter", quando dá a sua garantia firme, interessa subscrever ao menor preço possível, abaixo daquele que o mercado está disposto a pagar, com o que minimiza seus riscos e maximiza seus ganhos com a posterior valorização das ações.

A tendência de "underpricing" tem sido objeto de incontáveis estudos, particularmente nos Estados Unidos,² demonstrando que usualmente ocorre uma subavaliação do preço de emissão das ações de companhias ainda não negociadas em Bolsas de Valores. Assim, na média, aqueles que compram ao preço de emissão obtêm altas taxas de retorno nas semanas seguintes, cerca de 13% no primeiro mês e de 8% no segundo.

Estudos realizados entre nós igualmente sugerem que há uma tendência dos "underwriters" de "forçar" para baixo os preços de emissão de ações, visando manter os papéis em carteira ou vendê-los a clientes preferenciais. Pesquisa realizada no período entre 1978 e 1987

constatou que o retorno médio no primeiro dia de negociação em Bolsa para ações de companhias que estão abrindo o capital chega a 58%. Verificou-se ainda que quando mais de 20% das ações emitidas chegam de fato até o público, trata-se de papéis de menor rentabilidade, que valorizam cerca de 23% no primeiro dia de negociação em Bolsa. Já no caso em que menos de 20% das ações emitidas "sobram" para o público, o retorno médio chega a 90% no primeiro após a colocação pública.³

A subavaliação das ações é estimulada pelo fato de não existir entre nós qualquer vedação legal ou regulamentar à colocação realizada unicamente a "insiders" da companhia e a clientes preferenciais do "underwriter". A "Securities and Exchange Commission" norte-americana vem considerando, há quase trinta anos, que constitui violação à legislação federal sobre títulos a venda de títulos apenas a "insiders" quando existe efetiva demanda dos papéis por parte do Mercado. O número de ações reservadas aos "insiders" deve ser reduzido, não ultrapassando 10% do total da emissão, no sistema de regulação do mercado de capitais dos Estados Unidos.⁴

Visando evitar, ou pelo menos reduzir a prática da subavaliação das ações, entendemos que deveria a CVM regulamentar a matéria, estabelecendo norma que limitasse, mesmo no caso do chamado "procedimento diferenciado" (no qual não há garantia de acesso aos investidores) o percentual de ações que poderiam ser subscritas por "insiders" da companhia e dos intermediários financeiros.

Caberia também ser estudada a conveniência de se tornar facultativa a interveniência do "underwriter" na emissão pública, pelo menos no caso de colocações de menor valor, com o que aumentar-se-ia a concorrência, com a provável diminuição das comissões de "underwriting".

Poderia igualmente ser introduzida, entre nós, a prática de colocações públicas diretamente em Bolsa, com mecanismo de leilão, a exemplo do que ocorre no Reino Unido, de tal sorte que o preço de lançamento das ações seria fixado pelo próprio Mercado.

NOTAS

1. Nelson Eizirik, *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Forense, 1987, p. 123 e ss.

2. George Stigler, "Public Regulation of the Securities Markets", in *Journal of Business*, v. 37, n. 2, abr./1964; Irving Friend, *Investment Banking and the New Issues Market*, New York, 1987, p. 492 e ss.; Richard Brealey & Stewart Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1981, p. 299 e ss.

3. Cf. pesquisa desenvolvida no Instituto de Administração e Gerência da PUC do Rio de Janeiro, coordenado pelo Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal.

4. Nelson Eizirik, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Rio de Janeiro Renovar, 1992, p. 48 e ss.