

A ALIENAÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO DE COMPANHIA ABERTA E O DEVER DE INFORMAÇÃO AO MERCADO

HELLER REDO BARROSO

I — Revogação da obrigatoriedade do "takeover bid". II — "Full and fair disclosure". III — Repúdio ao "insider trading". IV — "Leading case". V — Conclusão.

I — Revogação da obrigatoriedade do "takeover bid"

A oferta pública na transferência do controle acionário da companhia (*takeover bid*) tratava-se, conforme manifestou-se José Alexandre Tavares Guerreiro,¹ "de modalidade especial de oferta pública, cujo objetivo se diferencia substancialmente daquela regulada no art. 257 da referida lei. Não se tem em mira, aqui, a aquisição de controle, mas a proteção patrimonial dos acionistas minoritários, que não sejam parte no negócio translativo do controle e que devem ter a oportunidade de transferir suas ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições aplicáveis ao alienante do controle. Em suma, a oferta pública de que cuida o art. 254 constitui instrumento para assegurar aos minoritários o tratamento desejado e imposto pelo legislador".

No mesmo sentido, o Parecer CVM/SJU-09/83,² ementa: "O instrumento de

oferta pública para aquisição de ações emitidas por companhia aberta, cujo objetivo é estender aos acionistas minoritários as mesmas condições da aquisição do controle da companhia, deve atender aos dispositivos da Lei n. 6.404/76, e da Resolução n. 401/76, do Conselho Monetário Nacional. É de se proceder à verificação do cálculo do preço pago aos minoritários, para que estes recebam tratamento igualitário".

A regra da oferta pública, contudo, foi revogada pela Lei n. 9.457/97, com vistas a facilitar a execução do Programa Nacional de Desestatização.

Argumentam os defensores da revogação que a regra: (a) não implica efetiva proteção aos minoritários,³ (b) não se coaduna com o moderno direito corporativo, tanto que a legislação norte-americana, avançada na regulamentação do mercado de capitais, não exige o *takeover bid*.

A nosso juízo, contudo, caminham mal estes argumentos.

condições aos acionistas minoritários — art. 254 da Lei n. 6.404/76 e Resolução CMN n. 401/76 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?", *RDM*, ano XXXVI, 106/83, 1997.

3. Vide Roberta Nioac Prado, ob. cit.

1. Em "Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras", *RDM*, ano XVII, 30/116, 1978.

2. Citado no excelente trabalho da Dra. Roberta Nioac Prado, "Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais

Relativamente à ineficiência do dispositivo revogado, concordamos com a crítica, mas pensamos que a solução mais racional não é de revogá-lo, e sim melhorá-lo.

Relativamente à lei norte-americana ressaltamos que, conforme bem lembrou Roberta Nioac Prado,⁴ a doutrina daquele país, principalmente após a publicação, em 1932, da obra *The Modern Corporation and Private Property*, de Adolf Berle e Gardiner Means, vem desenvolvendo o entendimento de que, no esteio da clara distinção que deve-se traçar entre poder e propriedade na S/A, a alienação do controle implicava a alienação de bem da sociedade, e que, portanto, quem deveria receber o ágio contido no bloco de controle deveria ser a sociedade, e não os controladores.⁵

Nesse sentido, consolidou-se naquele país, pelo costume, a adoção nos contratos (principalmente da companhias fechadas, já que as abertas são contempladas pela *disclosure and insider trading rules*) das *Tag-Along, Drag-Along e Look Back Provision Clauses*, contornando a omissão legal acerca da situação dos minoritários no *takeover* da companhia.⁶

Conforme veremos, não obstante a revogação da exigência da oferta pública aos minoritários na alienação do bloco de controle da companhia, permanece, no di-

reito brasileiro, de forma implícita, e também expressamente em regramentos esparsos, a obrigatoriedade do *full and fair disclosure* (a exemplo do direito norte-americano), nas negociações de transferência.

II — “Full and fair disclosure”

Conforme determina a Lei n. 6.404/76, em seu art. 157, § 4º, “os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Nos termos do art. 1º, parágrafo único, da instrução CVM n. 31/84, Ato ou Fato Relevante (ou seja, de divulgação obrigatória ao mercado) não é apenas a mudança no controle da companhia (art. 1º, parágrafo único), mas “qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

“I — Na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou

“II — na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou

“III — na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia” (grifos nossos.)

Não obstante não mais se verifique a obrigatoriedade de oferta pública aos minoritários, nos termos do revogado art. 254 da Lei n. 6.404/76, entende-se imperativo o *full and fair disclosure* da operação de alienação do controle, nos termos da *Instrução Normativa CVM n. 299/99*, que de-

4. Ob. cit.

5. Vide, a propósito, conforme indica Roberta Nioac Prado: Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 2ª ed., pp. 217 e ss.; William D. Andrews, “The stockholder’s right to equal opportunity in the sales of shares”, *Harvard Law Review* 78/505-563, 1965; Lucien Arye Bebhub, “Toward indistorted choice of equal treatment in corporate takeovers”, *Harvard Law Review* 98/695-1.808, 1985; E. C. Lashbrooke Jr., “Substance of securities litigation — Asymmetric information in mergers and the profits of deceit”, *Securities Law Review* 28/591-629, 1996; Bernard S. Block, “Bidder overpayment in takeovers”, *Securities Law Review* 22/381-444, 1990; e também os casos *Pertman v. Feldmann* (219 F.2d 173; 50ºLR 2d 1134), *Barnes v. Brown* (80 NY 527), *Levy v. American Beverage Group* (265 App Div 208) e *Essex Universal Corp. v. Yates* (305 F2d 572).

6. V. Roberta Nioac Prado, ob. cit., p. 99.

termina em seu art. 3º, que: “*sem prejuízo do disposto na Instrução CVM n. 31/84, a operação que resultar na alienação de controle acionário de companhia aberta deverá ser comunicada de imediato, pelo adquirente do controle, à CVM e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, assim como divulgada na imprensa, mediante imediata publicação providenciada pelo mesmo adquirente nos jornais utilizados habitualmente pela companhia*”.

Determina ainda o art. 4º que, “no prazo de dez dias, contados da divulgação pública da operação, deverá ser encaminhada à CVM, pelo adquirente do controle, cópia da documentação relativa à alienação respectiva”.

E, conforme ordena o art. 5º: “A assinatura de acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário da companhia e a outorga de opção ou mandato para esse fim serão, também, objeto de imediata comunicação e divulgação, a serem efetivadas pelos acionistas controladores ou pelas pessoas que os representem sob qualquer forma, ressalvadas as hipóteses de manutenção de sigilo para preservação de legítimo interesse da companhia, em relação às quais serão observadas, no que couber, as regras pertinentes constantes da Instrução CVM n. 31/84”.

III — Repúdio ao “insider trading”

O escopo da lei, como se vê, será sempre o de proteger o acionista minoritário e o mercado, em especial através de mandamentos que visem à vedação do “insider trading”, prática desleal de mercado condenada no Brasil principalmente na Instrução Normativa CVM n. 31/84, mas que, infelizmente, parece configurar a única explicação plausível para a oscilação brusca havida na cotação das ações de certas companhias brasileiras.

Ora, esse específico dever de informação corresponde ao *affirmative duty of disclosure of any material fact*, obrigado pela jurisprudência americana, ainda pioneira em matéria de mercado de capitais, no art. 16(b) do *Securities Exchange Act* de 1934 (SEA) e na Regra 10b-5 da *Securities Exchange Commission*, como enfatizado no caso *Speed v. Transamerica Corp.*, *verbis*:

“A regra é clara. Ao insider, como por exemplo o acionista controlador, é vedado adquirir as ações dos acionistas minoritários sem antes revelar todos os fatos relevantes que possam influir no valor das ações, do conhecimento do acionista controlador em virtude da posição que ocupa na empresa, mas ignorados pelos demais acionistas, e que influiriam na decisão dos investidores. O dever de informar promana da necessidade de impedir que o ‘insider’ se aproveite da posição que ocupa para tirar vantagens indevidas em detrimento dos acionistas minoritários desinformados. É uma tentativa de prover o acionista com um certo grau de igualdade em termos de poder de barganha, de modo a lhe fornecer condições para o exercício de um julgamento criterioso, em toda transação. Algumas cortes falam aí do dever de lealdade (‘fiduciary duty’), enquanto outras falam em dever imposto por ‘circunstâncias especiais’”.

No Brasil, também a Lei n. 6.404/76 contempla o *branch of the duty of loyalty*, ao prescrever, em seu art. 155, caput e § 1º:

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...) § 1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

IV — “Leading case”

Caso interessante⁷ ocorreu em 1981, e poderia ser considerado um *leading case* na espécie.

“Interessada em diversificar seus investimentos, a empresa *alfa*, em 9 de março de 1981, estabeleceu entendimentos com o acionista controlador da empresa *beta*, com vista a adquirir considerável participação em seu capital social.

“Desenrolavam-se os entendimentos, normalmente, quando, em fins de julho e princípios de agosto de 1981, a cotação das ações preferenciais da companhia *beta* sofreu forte oscilação, passando de Cr\$ 3,60, em média, a Cr\$ 10,10, também em média.

“Diante disto, em 3 de agosto, a Bolsa de Valores de São Paulo suspendeu as negociações com os citados papéis e indagou de *beta* se era do seu conhecimento *algum fato* capaz de justificar a flutuação havida na cotação das ações preferenciais de sua emissão.

“No mesmo dia, *beta* prestou esclarecimentos à Bolsa de Valores, que então providenciou a imediata publicidade dos fatos, com fins de resguardar o mercado, seguida da CVM, que igualmente passou a inquirir a companhia *beta* acerca das tratativas havidas.”

Ora, conforme ensina o jurista americano Louis Loss,⁸ a “luz do sol é o melhor dos desinfetantes e a luz elétrica o melhor dos policiais.” Significa dizer: diante da necessidade de coibir a fraude e, ao mesmo tempo, manter intocada a liberdade de ação do gestor, a melhor solução é a adoção ampla de um “*dever de divulgação*”, conforme se fez, com sabedoria, tanto no *Securities Act* americano quanto na Lei de S/A brasileira.

7. Citado pelo Prof. Alfredo Lamy Filho em sua obra *A Lei das S/A — Pareceres*, 2ª ed., p. 377.

8. Louis Loss, *Securities Regulation*, 1961, p. 123.

9. Joaquín Garrigues, *Hacia un Nuevo Derecho Mercantil*, Madrid, Editorial Tecnos, 1971, pp. 174-175.

Como explica Joaquim Garrigues:⁹ “Junto ao direito subjetivo do acionista (direito de informação), ao qual corresponde o correlato dever da sociedade de facilitar os informes, *aparece hoje um dever mais amplo, um dever de informação ao público, precisamente a cargo daquelas sociedades que fazem apelo ao crédito público, levando suas ações à Bolsa*. Em tal caso, a marcha dos negócios da sociedade não interessa apenas aos acionistas, mas também ao público em geral, a todos os cidadãos que podem, talvez, querer ser acionistas da sociedade em questão, e que, por isso, têm o *direito de ser informados do que ocorre no seio de determinada sociedade*. O direito individual converteu-se em direito público”.

Nesse sentido, permanece atualíssima a máxima segundo a qual “a falta de informação é igual à divulgação de informações falsas”.

Como afirmou Lamy Filho,¹⁰ “O dever de guardar sigilo não conflita com o de divulgar notícia relevante: *disclose or abstain*, de acordo com a máxima inglesa. *Calar quando o mercado está notoriamente orientado por informações erradas, equivaleria a divulgar informação falsa*. Não existe obrigação de informar ao mercado as razões de desfecho negativo de negociações para aquisição de controle”.

E mais adiante: “Se o sigilo já foi violado, o que se evidencia pela movimentação das ações na Bolsa, ou pela “credibilidade dos boatos”, impõe-se, o quanto antes, divulgar a notícia, torná-la pública, para proteção dos acionistas antigos, e de todos os investidores, *ainda que as negociações não se tenham completado, nem venham a completar-se*: o que não se pode é deixar seus próprios acionistas, e o público, à mercê dos *insiders*, dos *iniciados*, dos boatos, pois isto seria convivência com o crime. *O dever maior, repita-se, é o da divulgação*”.

Esta é, aliás, a orientação adotada no Brasil pela CVM, no bem-elaborado docu-

10. Ob. cit., p. 377.

mento "Políticas de Divulgação de Informações", que tem servido como guia para as empresas, ainda sem o aprendizado dos precedentes e o auxílio das rotinas consagradas. Nesse documento, ao tratar da "pronta divulgação de informação relevante" (pp. 43-45), focalizando, especificamente, o problema "sigilo x divulgação" na compra e venda de controle, nos preparativos da oferta pública e em certos outros casos, firma a seguinte (e universalmente consagrada) orientação para as empresas:

"Quando existirem rumores no mercado que possam ser interpretados como indicadores de vazamento de informações, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Em determinadas situações não será mais desejável guardar sigilo, pois a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento."

Nesse sentido, a ação da Bolsa e da CVM em busca do esclarecimento ao mercado visa, acima de tudo, a obstar a confiabilidade do boatos e impedir a ação dos *insiders*, colocando todos os investidores, efetivos ou potenciais, em pé de igualdade quanto a informações sobre as negociações em andamento.

Frisamos ainda, conforme lembra Lamy Filho, que a divulgação obrigatória é de decisões ou fatos relevantes, nunca de razões, motivos ou intenções.

V — Conclusão

Por todo o exposto, somos da opinião que:

- os acionistas minoritários e o mercado não podem ser alijados do que se passa no interior da companhia; não podem correr o risco de ver oscilar o preço de suas ações no mercado por conta de boatos especulativos (ou seja, o controlador, no esteio de seus deveres e responsabilidades para com os acionistas e a comunidade — art. 116, parágrafo único, Lei n. 6.404/76, deve pôr às claras tudo que se opera no seio da companhia, sem nada esconder ao mercado;

- não obstante a revogação do art. 254 da Lei n. 6.404/76 pelo art. 6º da Lei n. 9.457/97, eliminando as *takeover bids*, a obrigatoriedade de oferta pública na alienação de controle acionário, não devem ser os minoritários apartados do que se passa nas negociações, posto que delas exsurgirá o novo controlador da companhia, ao qual estarão, de um modo ou de outro, submetidos. Do contrário, estar-se-ia admitindo a completa elisão dos direitos das minorias em relação a "circulação" do bloco de controle, o que, certamente, não foi o objetivo do legislador de 97;

- o *disclosure* das negociações é útil, inclusive, ao próprio controlador, vez que possibilita o acesso de outros proponentes ao negócio, aumentando a disputa e, portanto, o valor de negociação do bloco acionário, em benefício de toda a companhia.