

MERCADO INTEGRADO - EFEITOS DA GLOBALIZAÇÃO.

Leslie Amendolara

Advogado, inscrito na Ordem dos Advogados do Brasil -SP no. 11.368 -
especializado em Direito Societário e
Mercado de Capitais

Conclusões e Propostas

1. Propugnar pela elaboração de um prospecto , contendo dados mais completos sobre a companhia emissora, baseando-se na uniformização supranacional principalmente dos demonstrativos financeiros e contábeis.

2. Aprofundamento dos estudos para criação de organismos de controle supranacionais, em razão da globalização dos mercados.

O regime de oferta pública de valores mobiliários, vigente nas diversas legislações que regulamentam a matéria, baseia-se em três pressupostos básicos a saber:

a) obrigatoriedade do registro da empresa e da emissão junto ao órgão regulador do mercado (CVM; SEC, etc.....)

b) elaboração de um prospecto contendo dados da companhia emissora - “Disclosure” para ser analisado pelos potenciais adquirentes dos títulos .

c) existência de um contrato de colocação dos valores mobiliários junto ao público firmado com instituição financeira autorizada a efetuar operações de “underwriting”.

Analisemos cada um desses pressupostos:

1) obrigatoriedade do registro da empresa e da emissão junto ao órgão regulador do mercado

A obrigatoriedade do registro da emissão tem sido entendida , desde o aparecimento da legislação americana de 1933 / 34, como a forma mais eficaz de propiciar aos potenciais compradores dos títulos informações adequadas, suficientes e qualificadas sobre os valores mobiliários ofertados.

Por outro lado, confere segurança quanto ao volume de títulos a serem colocados, sobre a qualificação dos administradores da companhia e garantia de que foram observadas as normas concernentes à oferta pública, exigidas pelo órgão regulador.

Questão relevante a ser examinada , então, refere-se ao conceito de emissão pública, para efeito de considerar-se obrigatório ou não o seu registro.

Nelson Eizirik, advogado especializado em Mercado de Capitais, ao cuidar da matéria, colocou a figura do destinatário, como elemento caracterizador básico, ao observar:

“Caracteriza-se a oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Assim, no momento da realização da oferta há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta, individualizando-se apenas no momento da aceitação. Há, portanto, na emissão pública, oferta dirigida à generalidade de indivíduos.” (Aspectos Modernos do Direito Societário - Editora Renovar)

A este elemento, salientado por Eizirik, pode ainda ser adicionada a instrumentação

a ser utilizada na colocação.

A lei brasileira que disciplinou o mercado de valores mobiliários (Lei 6.385 de 7/12 - 76 e a Instrução CVM nº13 que especificamente dispôs sobre o registro de distribuição de ações, mediante subscrição pública, configuram como atos de distribuição sujeitos a registro: “a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação do pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. ” (Parag. 1º do art. 19 - Lei 6.345-76)

Quanto à instrumentação, que é o segundo elemento da conceituação, está configurada no parag 3º desse mesmo artigo e refere-se a:

- * utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos;
- * utilização de anúncios destinados ao público.
- * negociação feita em lojas, escritórios ou estabelecimento aberto ao público.
- * procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes e corretores.

Temos, então, que a oferta pública, sujeita a registro no órgão regulamentador, conceituase :

1. Distribuição de valores mobiliários praticada pela empresa emissora, através de um contrato de underwriting destinada a um público indeterminado, mediante a utilização de prospectos, anúncios, em lojas e escritórios ou através de empregados agentes e corretores.

2. Elaboração de um prospecto contendo dados da companhia emissora para ser analisado pelos potenciais adquirentes dos títulos.

O segundo pressuposto para a existência de um regime de oferta pública eficiente, num mercado integrado é a confecção do prospecto de venda.

Principiaremos por analisar a sua natureza jurídica.

O prospecto é um documento que contém os dados básicos sobre a companhia emissora.

A maior ou menor quantidade de informações que deva conter concernentes a demonstrações financeiras, administração da sociedade, estudo de mercado em que atua a empresa, projeções de resultados, destinações dos recursos a serem captados e outros aspectos relevantes, é matéria que será debatida em

outro tema deste simpósio. No Brasil o IBEF (Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças) junto com o IAFEI (International Association of Financial Executives Institutes) vem já desenvolvendo esforços no sentido de homogeneizar a legislação referente ao aspecto financeiro das exigências para registro da emissão de valores mobiliários.

Qual é a natureza jurídica do prospecto ?

O prospecto é quase o único documento que os investidores dispõem para informar-se sobre o negócio que pretendem efetivar. É a peça fundamental para promoverem eventual ação de responsabilidade contra os administradores da sociedade e o “underwriter”. Assim, entendemos que existe uma relação contratual, de caráter de adesão, entre o ofertante e o investidor, pessoa indeterminada como

vimos anteriormente.

O Código do Consumidor Brasileiro no seu artigo 30 dispõe:

“ Art. 30 - Toda informação ou publicidade suficientemente precisa, veiculada por qualquer forma ou meio de comunicação com relação a produtos e serviços oferecidos ou apresentados, obriga o fornecedor que o fizer veicular ou delas se utilizar e integra o contrato que vier a ser celebrado”. (o grifo é nosso)

Ora, do ponto de vista fornecedor / comprador o prospecto é um contrato, pois obriga a empresa emissora que o faz veicular, aos termos contidos na proposta.

Estabelecida a natureza contratual de adesão do prospecto, a segunda questão importante a ser tratada é a de Responsabilidade pelas informações prestadas ao público, contidas no prospecto.

A legislação brasileira, através do art. 14 da Instrução CVM nº. 31 tratou da matéria da seguinte forma:

“Art. 14 - Os administradores da companhia emissora são responsáveis pela veracidade das informações encaminhadas à CVM, através do líder da distribuição, por ocasião do registro.

Parágrafo 1º - Ao líder da distribuição cabe desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações ao mercado durante o prazo de distribuição, e necessários a uma tomada de decisão por parte de investidores, inclusive aquelas eventuais ou periódicas, constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do parecer sobre a viabilidade econômico-financeira do empreendimento (art. 10 parágrafo 15) que venham a integrar o prospecto de emissão”.

RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA DA EMPRESA EMISSORA E DO LÍDER DA DISTRIBUIÇÃO

A característica contratual acentua-se na análise do artigo 14 acima referido ao criar uma responsabilidade solidária entre a empresa emissora e o underwriting, pela veracidade das informações.

Essa solidariedade cristaliza-se no princípio do “Due dilligence” contido nas normas do Securit Act, 1933 da lei americana que regula ofertas de títulos nos Estados Unidos e transplantada para a nossa legislação, justamente neste parágrafo 1º do art. 14.

O que é, então, o “Due Dilligence”?

A operação de lançamento de valores mobiliários, através de oferta pública de acordo com a legislação brasileira em vigor, somente poderá ser feita através de instituição financeira, para tanto autorizada. Por outro lado, o registro da operação na CVM obriga a existência de um contrato de distribuição (Contrato de Underwriting) entre a empresa emissora e a instituição financeira que vai colocar os títulos. Esse contrato, vincula as partes nos procedimentos a serem adotados

com relação ao lançamento, inclusive quanto á informações neles contidas.

A questão, então, passa a ser se o underwriter, na hipótese de informações inverídicas contidas no prospecto, tinha conhecimento das mesmas ou, se não tinha, desenvolveu esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas.

Aqui está o conceito de “due dilligence”. O underwriter, no caso de sofrer uma ação de responsabilidade, numa inversão do ônus da prova, deverá provar que, através de seus técnicos e analistas, desenvolveu esforços, para que essas informações fossem todas as disponíveis ao interesse do investidor (suficiência) e absolutamente corretas (qualidade). Essa situação torna sua responsabilidade objetiva. Embora alguns autores divirjam quanto a caracterizá-la como objetiva, entendemos que estão presentes todos os pressupostos para ser assim considerada. De fato , como destaca o ilustre mestre Prof. Washington Monteiro de Barros :

“O Agente deve ser responsabilizado não só pelo dano causado por sua culpa, como também por aquele que seja decorrência de seu simples ato, uma vez que no exercício de sua atividade, ele acarreta prejuízo a outrem”.

3. A existência de um contrato de colocação dos valores mobiliários junto ao público, firmado pela empresa emissora, com instituição financeira autorizada a efetuar operações de underwritting.

A obrigatoriedade da existência do contrato de colocação tem triplo objetivo:

- a) Criar solidariedade entre a instituição financeira contratada e a empresa emissora contratante pelas informações prestadas no prospecto.
- b) Propiciar condições adequadas de venda pulverizada dos títulos ofertados mediante a formação de “pools” de corretoras, distribuidoras e bancos.
- c) Dotar a empresa emitente de um serviço de análise técnica, geralmente disponível em melhor qualidade nos Bancos, através de seus departamentos técnicos.

O Contrato de Underwritting ...

O lançamento público deve realizar-se através de um contrato de underwritting firmado entre a empresa emissora e uma instituição financeira autorizada a colocar valores mobiliários no mercado. No Brasil estão credenciados: Banco de Investimento, corretora de valores, distribuidoras de valores e Banco Múltiplo com carteira de Investimento.

Os tipos de contratos de underwritting são os seguintes:

a) Firme (streight)

A instituição financeira subscreve a totalidade da emissão, a seu inteiro risco, para depois recolocar as ações ou debêntures no mercado.

b) Melhor esforço - (Best Effort)

A instituição financeira assume apenas o compromisso de fazer o melhor esforço para colocar a emissão dentro de determinado prazo.

c) Residual (Stand By)

A instituição financeira se compromete a promover a colocação dos títulos, durante certo tempo, findo o qual ela mesma subscreve a parcela não absorvida pelo público.

Principais cláusulas do contrato de underwriting...

1. Qualidade da companhia emissora e da instituição underwriter;
2. Modalidade de obrigação assumida pelo Underwriter, ou seja, se já há garantia de subscrição total (underwriting firme), garantia de subscrição parcial (stand buy) ou se não há garantia de subscrição (best efforts)
3. Montante total e caracterização precisa dos valores mobiliários objeto do contrato;
4. Preço de revenda, pelo underwriter para o público, no caso de garantia de subscrição.
5. Remuneração do underwriter, devendo ser expressamente mencionado que nenhuma outra remuneração será paga ou contratada, sem prévia manifestação do órgão regulador.
6. Prazo para o período do “melhor esforço”, quando for o caso.
7. Procedimento adotado para distribuição .

Efeitos da Globalização

Causas e consequências da Globalização:

A partir dos anos oitenta tomou impulso o fenômeno, já visível na década de setenta, da internacionalização dos Mercados Financeiros e de capitais.

As causas que proporcionaram o vertiginoso desenvolvimento dessa tendência podem ser consideradas de duas ordens:

Causas macroeconômicas

Liberação da economia : A necessidade do Estado suportar sozinho os meios de proporcionar assistência social levou-o, cada vez mais, a intervir na economia em setores próprios da iniciativa privada o que, ao longo do tempo, gerou ineficiência e corrupção. De outro lado, o peso desse estado assistencial, tendo levado ao limite o seu financiamento via impostos. obrigou-o ao endividamento para suprir o déficit decorrente desse custo cada vez maior.

Este cenário, localizado principalmente nas grandes democracias do ocidente europeu: Inglaterra, França, Itália e Alemanha, pré-reunificação, foi sendo contestado, a partir do governo de Margareth Thatcher, no sentido de retirar o Estado da Economia, como forma de evitar a falência de todo o sistema.

O fato culminante do processo foi a derrocada das economias dos países socialistas do leste europeu, principalmente da antiga União Soviética. Em apenas alguns

meses um verdadeiro vendaval varreu e prostrou ao chão o que parecia ser um bloco monolítico e impenetrável.

Em meio aos escombros do terremoto, teve início o que se convencionou chamar de modelo neo-liberal, com o retorno, em boa parte, à economia de mercado.

Como consequência lógica dessa liberação da economia os mercados financeiros e de capitais ganharam grande ímpeto, para se tornarem os financiadores do novo modelo.

Causas Tecnológicas:

Chamamos de causas tecnológicas ao extraordinário avanço dos meios de comunicação ocorrido nos últimos dez anos. De fato, em alguns segundos, apertando um botão, teclando um computador, pode-se transferir gigantescos capitais entre os pontos mais extremos e remotos do nosso hoje pequeno planeta.

As Bolsas de valores operam 24 horas por dia, ligando Tóquio, Singapura, Hong Kong, Paris, Londres, New York, São Paulo e Buenos Aires, numa cadeia só.

Via de Mão Dupla

Os mercados internacionais, são portanto uma via de mão dupla, isto é : os capitais são aplicados nos dois sentidos : um investidor residente na Malásia pode comprar um título de renda fixa emitido por uma empresa brasileira ou um depósito representativo ações, lançado no mercado europeu ou americano. Um investidor residente em Hong Kong pode aplicar numa Bolsa de Valores brasileira ou argentina , chilena etc. e vice-versa.

Consequências da Globalização:

O resultado desse encadeamento foi a total interpenetração dos mercados, de sorte que um arrasta o outro na sua esteira.

Os capitais deslocam-se para os países emergentes em busca de rentabilidade, correndo riscos maiores e deles se evaporam tão logo sentem sinais de alguma crise cambial ou de outra ordem. Alterações políticas ocorridas a milhares de quilômetros podem afetar o mercado de um país que nada tem a ver com elas. Abalos econômicos transmitem-se em corrente contínua com vertiginosa rapidez. Quando o México, no final de 94, anunciou sua disposição de desvalorizar o peso, em consequência de seu déficit, de imediato levou consigo a Argentina, o Brasil e outros países da América Latina.

O mesmo fenômeno, com muito maior intensidade, ocorreu com a crise da Ásia no final de 97 situação que ainda perdura, trazendo enorme incerteza aos mercados internacionais de capitais.

Há alguns anos atrás, uma alta da taxa de juros americana ou no mercado londrino nada tinha a ver com as ações no Brasil. Agora esse fato reflete-se de imediato, porque os investidores internacionais vão preferir, tendo em vista a segurança do negócio, retirar recursos dos mercados emergentes e aplicá-los em

títulos de renda fixa, em seus países de origem ou em outros menos sujeitos a sobressaltos.

Fatores derivados de maior ou menor facilidades fiscais, legais e de estrutura tecnológica podem favorecer ou prejudicar o afluxo desses capitais, cuja busca é ansiosamente concorrida. Os Estados então, tiveram que dobrarse, corrigindo princípios arcaicos para assegurarem-se desses capitais.

Mercados e controles supranacionais

Os mercados, no que tange à sua estrutura legal e operacional, bem como as entidades que os controlam, continuaram, entretanto, nacionais.

O conhecido conceito marxista de infra e super estrutura da sociedade é uma das poucas verdades que resta do arcaboço de sua obra. Enquanto a infra-estrutura, representada pelo avanço tecnológico dos meio de produção e de serviços altera-se rapidamente, a super estrutura, representada pelos costumes, pela moral e principalmente pelas leis é muito mais lenta em seu desenvolvimento. Dessa contradição resulta um choque, cuja consequência imediata é, antes que se adequem à nova realidade, perplexidade, confusão e, em muitos casos, reação contra os novos mecanismos criados pela ciência e pelos mercados.

Será possível, então, pensarse na criação de mercados e controles supranacionais, no sentido de unificarem-se as normas e as formas operacionais entre os países ?

A resposta a essa indagação intrigante depende da solução de questões tão complexas como: diferenças econômicas e tecnológicas entre os países; hábitos e costumes protecionistas; nacionalismos renitentes, políticas e ideologias conflitantes, que não será fácil o caminho a ser percorrido em busca desse ideal.

De qualquer forma será necessário aprofundarse a discussão do tema, já esboçada em alguns fôros internacionais.

Quando as caravelas espanholas e portuguesas atravessaram os aceanos desconhecidos no final do século XV, seus patrocinadores por mais proféticos que fossem, jamais poderiam imaginar que, passados cinco séculos, deste lado do mundo surgiria uma nação que se tornaria a mais poderosa do planeta, obrigando-os todos a unificarem suas moedas para enfrentála.

BIBLIOGRAFIA correspondiente a las ponencias del Prof. Leslie Amendolara

Francisco Augusto Tertuliano, Israel Pessoa Jr., João Francisco de Aguiar, Rafic Ayoub, Roberto Tracanella, Vladimir Rioli; Full Disclosure - Como aperfeiçoar o relacionamento das empresas abertas com o mercado de capitais. Editora Maltese.

Berle / Means; Moderna Sociedade Anônima e Propriedade Privada, Abril Cultural.

Modesto de Souza Barros Carvalhosa, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, Saraiva .

Nelson Eizirik, Aspectos Modernos do Direito Societário, Renovar.

Mario Henrique Simonsen, Economia de Mercado e Assimetria de informações,
Artigo publicado no jornal Gazeta Mercantil,
Grosman Stiglitz, O Mercado Imperfeito / Aspectos Econômicos da Informação.
Washington de Barros Monteiro, Curso de Direito Civil, Saraiva.
Leslie Amendolara, Globalização e o Mercado de capitais, Comissão Nacional
de Bolsas de Valores.