

Calixto Salomão Filho

***O NOVO DIREITO
SOCIETÁRIO***

*3ª edição,
revista e ampliada*

 **MALHEIROS
EDITORES**

portanto, significado prático. O pleito de indenização perante o ex-controlador e os administradores diante de eventual fracassada defesa encontram plena base nos artigos 246 e 156 da lei das sociedades anônimas.

Espera-se ter demonstrado que o que se defende não é uma aplicação indiscriminada das técnicas de defesa. A crítica da vertente liberal da doutrina societária americana é bastante eloqüente no sentido de demonstrar a incoerência e periculosidade para o sistema econômico de um mercado de aquisição de controle impenetrável. Por outro lado, a permanência da organização empresarial atende a outros valores que não simplesmente o econômico de curto prazo. Daí o fundamento desse Capítulo e o sentido dessas reflexões.

Capítulo X
**INFORMAÇÃO COMPLETA,
DIREITO SOCIETÁRIO
E MERCADO DE CAPITAIS**

1. O princípio da informação completa: importância para o mercado de capitais: 1.1 A informação plena; 1.2 A informação acessível a todos. 2. A questão estrutural: poder de controle e assimetria de informação. 3. Conclusões.

Editadas no mesmo ano, as leis de mercado de capitais (Lei 6.385/1976) e societária (Lei 6.404/1976) partiram da concepção lógica de que uma não poderia ser compreendida e, talvez, sequer aplicada, sem a outra. A própria exposição de motivos de ambas deixa clara sua complementaridade para a construção do mercado de capitais.¹

1. Confira-se trecho da Exposição de Motivos da Lei 6.404: “4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (Exposição de Motivos, n. 196, disponível in www.cvm.gov.br). Vide também a seguinte passagem da exposição de motivos da Lei 6.385: “2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações

A evolução posterior da doutrina, jurisprudência e legislação pareceu descrever dessa idéia. As evoluções foram paralelas, sem jamais se fundir, e raramente se aproximando. Excetuados alguns importantes escritos, a concepção dominante foi que, no tocante ao mercado de capitais, a garantia do livre fluxo de informação e a inexistência de manipulação do mercado seriam suficientes para o seu bom funcionamento. A legislação do mercado de capitais, aliada a órgãos regulamentares bem organizados e ativos, seriam suficientes para o funcionamento do sistema.

De outro lado, o direito societário comportou-se, ao menos durante vinte e cinco anos, como se desnecessário fosse indagar de sua relevância para o mercado de capitais. Concepções contratualistas clássicas não foram arejadas pela presença de acionistas futuros e incertos, como os investidores de mercado.

Essa surdez recíproca é co-responsável pela crise do nosso mercado de capitais, que se agravou no final dos anos 1990. Uma sociedade que aparenta ser “gerida em conflito” pelo controlador (vide *supra* Capítulo V) não é mais capaz de atrair investimentos.

Urge, portanto, elaborar estudos que se preocupem em integrar as duas esferas – que de resto jamais deveriam/poderiam ter se separado. A idéia desta obra é, exatamente, procurar explorar brevemente essa via em um tema típico do mercado de capitais: o princípio da informação completa.

1. O princípio da informação completa: importância para o mercado de capitais

Não parece exagerado afirmar que o princípio da informação completa é central para o funcionamento e a própria existência do mercado de capitais. Prova cabal disso é que recentes estudos comparatísticos têm revelado uma correlação positiva entre importância e desenvolvimento do mercado de capitais em cada país e o grau de proteção do princípio da informação completa.²

pressupõe a existência de novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários – com poderes para disciplinar a fiscalização do mercado de valores mobiliários e as companhias abertas” (Exposição de Motivos, n. 197, *Diário do Congresso Nacional* (seção I), 10.8.1976, p. 6.974).

2. Cfr. a respeito, comparando os mercados americano e inglês com o continental europeu e o japonês, G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, “Issuer and investor protection”, in *The anatomy of corporate law – A comparative and functional approach*, Oxford, Oxford University Press, 2005, pp. 213-214.

Essa correlação faz sentido do ponto de vista lógico. No mercado de capitais, a antiga máxima econômica de perfeita tradução nos preços da utilidade de cada produto só se perfaz se houver informação igualmente distribuída a todos. Assim sendo, proteção do fluxo de informação significa até mesmo proteção do investimento acionário. Sem essa proteção não há estímulo para compra de ações.

É, portanto, natural que esse princípio tenha a mais profunda proteção no mercado de capitais. Novamente, guardando coerência com o que foi dito no parágrafo anterior, informação completa não significa apenas que o conteúdo da informação deva ser o mais detalhado, completo e inteligível (padronizado)³ possível. Significa também que essa informação deva ser acessível a todos. É nesse sentido que deve ser interpretado o princípio da informação completa previsto no art. 4º, inciso VI, da Lei 6.385/1976.

1.1 A informação plena

Ao se falar em informação plena sobre a sociedade, a primeira indagação que pode vir à mente é quantitativa. O quanto de informação é necessário para que se considere a informação “plena”.

Na verdade, a questão não é quantitativa, mas qualitativa. Para entender o porquê é preciso brevemente retornar ao próprio conceito de atividade societária. Relevante para acionistas e investidores serão todos os atos, ou conjunto deles, que tenham efeito direto ou indireto sobre as perspectivas da companhia e o valor de suas ações.

Consequentemente, sobre dois grandes grupos de atos deve haver informação total: aqueles atos patrimoniais direcionados a influenciar diretamente o valor, a forma, a propriedade ou os direitos das ações. É o caso de operação de cisão, incorporação e fusão e da quase totalidade das outras mencionadas no art. 136, da lei das S.A.

3. Note-se que a informação completa é também necessariamente informação compreensível. Daí a padronização de informações financeiras e, também, a existência de prazo mínimo para o estudo de informações econômicas complexas. É por essa razão que a lei societária prevê a disponibilização aos acionistas de informações econômicas e financeiras ao menos um mês antes da realização da Assembleia Geral Ordinária (art. 133, Lei das S.A.) e a disponibilização para a CVM e para a Bolsa de Valores ao menos 15 dias antes da data marcada para a Assembleia (Instrução CVM 319, de 3.12.1999, art. 2º). Trata-se de prazo considerado mínimo para análise, pelos acionistas, do relatório sobre os negócios sociais (inciso I), dentre outros documentos.

Há, no entanto, também, um segundo grupo bastante relevante. Trata-se das informações sobre os negócios da companhia, ao menos sobre aqueles negócios que possam influenciar sua lucratividade.

Essa interpretação do princípio da informação completa é bem recebida na regulamentação positiva brasileira. Na Regulamentação do Novo Mercado, atualmente o mais importante padrão ético em se tratando de mercado de capitais no direito brasileiro, a divulgação consistente de projeções é a regra.⁴

Também para as empresas não cotadas no Novo Mercado, há a obrigatoriedade de prestação plena de informação. Ainda que não sejam obrigatórias reuniões públicas com analistas, o princípio da informação completa tem como consequência a previsão de regras sobre divulgação obrigatória de fato relevante. Essas regras se consubstanciam em deveres do administrador, previstos na própria lei das sociedades anônimas (art. 155) e na regulamentação específica da Comissão de Valores Mobiliários sobre o assunto (Instrução 358, de 3.12.2002).

A regra geral estabelecida por referidos dispositivos é a seguinte: toda informação que possa afetar de modo relevante a cotação dos valores mobiliários, a decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários ou a decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia, deve ser divulgada (Instrução CVM n. 358, art. 2º). Basta ler a referida enumeração para entender o quão amplo é o dever de divulgar.

Não há também qualquer dúvida que o referido dispositivo engloba ambos os grupos de informações acima mencionados: (i) informações sobre alterações patrimoniais; e (ii) informações sobre os negócios da companhia. À luz desse dispositivo, não deveria haver dúvida de qualquer tipo a respeito da obrigatoriedade de divulgação, por exemplo, do plano de negócios de uma companhia.

A (aparente) dificuldade surge quando se adiciona a essa regra a única exceção para ela expressamente prevista. Trata-se da hipótese excepcional (exceção à imediata divulgação), prevista no art. 6º da mesma Instrução, de que os atos ou fatos relevantes podem, excepcio-

4. O Regulamento de Listagem do Novo Mercado, em sua Seção VI ("Informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas"), obriga a companhia a, entre outras informações: realizar reuniões públicas com analistas e interessados para divulgação de informações quanto à sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas (art. 6.6).

nalmente, deixar de ser divulgados, se puderem colocar em "risco interesse legítimo da companhia".

Em primeiro lugar, é importante sublinhar o óbvio: essa hipótese excepcional não diminui e nem poderia diminuir a importância da regra geral. A regra geral continua sendo a ampla divulgação. Aliás, existem duas razões de ordem pública, muito importantes, para que essa regra prevaleça sobre eventual interesse social na não divulgação. Uma política pública que obrigasse à divulgação de todos os fatos relevantes, inclusive aqueles que pudessem ser aproveitados por concorrentes, nada teria de maléfico à companhia, pois eventual dano da divulgação de fatos próprios seria compensado por melhor conhecimento da situação dos demais concorrentes (imaginando-se que em um mercado em funcionamento ótimo, o perfeito acesso à poupança através do mercado de capitais é necessário para todos os concorrentes e que seriam eles todos, portanto, também companhias abertas). No agregado, não seria possível dizer que haveria prejuízo.⁵

Essa primeira observação leva naturalmente a uma outra constatação. Do ponto de vista da política concorrencial, de há muito se reconhece a inconveniência da chamada concorrência secreta (*Geheimwettbewerb*), ou seja, a concorrência que se faz com base em pouco ou nenhum fluxo de informação. Por uma razão simples. Se fosse permitido, com base em considerações de ordem concorrencial, sonegar informações, o consumidor seria o primeiro e o maior prejudicado. É ele o destinatário e beneficiário principal de um fluxo de informações amplo. Aliás, a ampla circulação de informações para o consumidor é um dos requisitos principais para o funcionamento de uma ordem econômica equilibrada.⁶ Assim, admitir um amplo princípio de limitação à informação com base no interesse social de se defender de um concorrente seria contrário a princípios fundamentais da ordem econômica (v.g., proteção ao consumidor – art. 170, inciso V, CF).

A essa questão principiológica adiciona-se outra, já ressaltada. O que ocorre é que a informação que interessa ao mercado não é tipicamente a informação que interessa ao concorrente. Aquele se interessa – em matéria de negócios sociais – por informações reveladoras das perspectivas de rentabilidade da companhia. Já os concorrentes se interessam por informações estratégicas da área comercial ou industrial.

5. Cfr. G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, "Issuer and investor protection", in *The anatomy of corporate law*, cit., p. 204.

6. Cfr. C. Salomão Filho, *Direito concorrencial – As condutas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2003, pp. 45 e ss.

Conseqüentemente, pode-se concluir que, na realidade, inexistente, em princípio, tensão entre princípio da informação completa e proteção de informação frente aos concorrentes.

As observações teóricas (importância da informação) e práticas (inexistência de tensão prestação de informação/proteção estratégica) feitas acima levam a uma conclusão muito importante. A exceção prevista no art. 6º da Instrução CVM 358/2002, *i.e.*, o direito de não prestar informações, não se justifica com base na proteção de informações estratégicas contra a concorrência. O interesse legítimo da companhia restringe-se, basicamente (ressalva feita a situações excepcionais aí não enquadradas), a danos de imagem ou reputação que podem surgir da não-prestação de informação. Ainda assim a situação deve ser reversível, de modo a justificar que se aguarde sua reversão. Isso significa que é da própria divulgação da informação que pode decorrer dano e não dos fatos que lhe estão na origem (e que podem ser revertidos).

Assim interpretada de maneira restritiva (como devem ser, de resto, todas as exceções), a regra do art. 6º assume sua função própria e permite dar vigência ao princípio da informação completa no mercado de capitais, prevista no art. 4º, inciso VI, da Lei 6.385/1976.⁷

1.2 A informação acessível a todos

Segundo elemento fundamental do princípio da informação completa é a garantia do pleno fluxo de informação a todos os participantes do mercado. Na verdade, esse princípio nada mais é que a garantia de reequilíbrio de uma situação de fato desequilibrada.

Os *insiders* da companhia, basicamente controlador e administradores, têm muito mais informações que os *outsiders* (minoritários e investidores de mercado). Em mercados de capitais concentrados, esse risco aumenta – pois, com ausência de informação acessível a todos, permite-se que o controlador, em especial dentro de grupos de empresas, tome medidas em detrimento dos *outsiders*. Regras de publicidade em geral servem, então, para o reequilíbrio dessa situação de fato desequilibrada entre *outsiders* e *insiders*.⁸

7. Acerca da adoção do princípio do *full disclosure* pelas Leis 6.404, de 15.12.1976, e 6.385, de 7.12.1976, vide comentários de L. G. Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais e "insider trading"*, São Paulo, Ed. RT, 1982, p. 133. O mesmo autor menciona o papel nuclear do *disclosure* na regulação do mercado norte-americano, rebatendo as críticas tecidas à ampla aplicação do princípio (p. 100).

8. Cfr. H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, München, Beck, 1980, p. 499, que inclui entre os *outsiders* também os credores.

Note-se que como já cabalmente demonstrado por respeitadíssima teoria econômica, o acesso diferenciado de participantes de uma relação jurídica a informações pode levar, inclusive, à deterioração dos bens oferecidos naquele mercado e em última instância ao desaparecimento do mercado.⁹ Nos mercados de capitais, isso corresponde à diminuição de fluxo de investidores e de qualidade das empresas cotadas, acarretando a migração das melhores empresas (em se tratando de práticas societárias) e dos investidores mais sofisticados para os mercados em que há melhor acesso à informação.

Dessa gênese do princípio da informação acessível a todos decorrem algumas conseqüências jurídicas importantes. A primeira, óbvia, é a necessidade de imediata divulgação, em caso de vazamento de informação ainda não divulgada, bem como as regras sobre não aproveitamento de informação privilegiada ainda não divulgada. A isso se dedicam vários dispositivos (art. 155 lei S.A., art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/2002).

Uma segunda conseqüência, talvez menos óbvia, é o especial cuidado que se deve ter com os atos ou fatos envolvendo relações entre majoritários e minoritários. Ainda que a informação ampla deva, obrigatoriamente, envolver todos, mesmo investidores não acionistas, quando a questão envolve interesses dos minoritários há um problema adicional. Trata-se, por assim dizer, do efeito modelo, ou algo semelhante ao descrito por Akerloff em relação aos adquirentes de carros usados ou vendedores de plano de saúde. O fato de a parte diretamente envolvida na relação (no caso da S.A., o minoritário) ser patrimonialmente prejudicado pela venda de ações, passa a atrair para aquisição do referido produto apenas investidores menos interessados, ou interessados em coisas diversas que não o investimento na companhia. São minoritários qualitativamente piores, ou especuladores.

O problema da assimetria de informação é, portanto, particularmente relevante – e preocupante – quando se tratar de operações societárias envolvendo, de um lado, interesse de controladores e, de outro, interesses de minoritários e pequenos aplicadores.

2. A questão estrutural: poder de controle e assimetria de informação

Esse último tópico, de análise do pleno acesso à informação revelou um importante problema “estrutural”. A relação controlador-mino-

9. A referência aqui é claramente ao clássico de G. Akerloff, “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”, in *Quarterly Journal of Economics*, v. 84 (1970), pp. 488 e ss.

ritário gera uma assimetria de informação natural, de difícil disciplina pelo direito societário.

Difícil, pois a assimetria de informação é prévia à própria relação societária. O poder do controlador sobre a Assembléia Geral e sobre os órgãos de administração é tal que uma simples idéia que tenha, mesmo antes de apresentá-la aos órgãos responsáveis por sua aprovação, já é uma informação privilegiada. O acionista controlador sabe que será capaz de aprová-la e, portanto, pode aproveitar-se dela mesmo antes de submetê-la às aprovações societárias. Como regular então a própria subjetividade do controlador? Sem dúvida ampliar proibições ou estender a interpretação do significado de *fato relevante* é uma alternativa possível, mas claramente insuficiente em uma realidade de informações *estruturalmente* assimétricas. Transplantado mais uma vez para o mercado de capitais, o próprio raciocínio de Akerloff admitiria dizer que essa realidade estrutural levaria ao desaparecimento dos investidores (o desaparecimento do mercado é o que prevê para o caso dos *lemons*¹⁰).

Nos mercados de capitais, as assimetrias de informação estão presentes e sem dúvida prejudicam o seu funcionamento regular. Sua presença, se não controlada, pode levar a um pernicioso processo de "seleção adversa" semelhante àquele descrito por Akerloff. É interessante, aliás, como o processo descrito por Akerloff adapta-se perfeitamente ao assunto ora em análise.

No modelo do famoso prêmio Nobel, a existência de assimetrias de informação entre vendedores e compradores de veículos usados faz com que os últimos não sejam capazes de identificar os veículos de má qualidade (pois têm menos informações que os vendedores sobre o estado do veículo). Isso faz com que o preço de veículos usados de boa e má qualidade seja substancialmente o mesmo, o que tende a afastar os veículos de boa qualidade do mercado, permanecendo apenas os ruins. Essa tendência à seleção adversa se dá em função da ausência de fluxos de informação.

No mercado de capitais ocorre algo muito semelhante, em especial através de operações societárias envolvendo controladores e não controladores. A diferença de informação entre os *insiders* da companhia (controladores e administradores) e os *outsiders* (minoritários e investidores) é imensa. Em especial em relação a informações econômicas e financeiras (de resto as mais importantes), a diferença se faz sentir

10. G. Akerloff demonstra como em certos setores a incerteza sobre a qualidade pode levar ao desaparecimento do próprio mercado – v. G. Akerloff, "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", cit., pp. 448 e ss.

principalmente em operações societárias (incorporação, fusão etc.). Permitir a supressão de informação tende a fazer com que o mercado seja composto só de companhias de pior qualidade – em matéria de práticas de governança corporativa – pois não é possível para o comprador de ações ou o minoritário, que deve decidir entre permanecer na companhia ou não, diferenciar uma das outras, desaparecendo virtualmente o mercado para as boas companhias.

É interessante a solução aventada pelos teóricos da economia da informação para esse problema. Trata-se do uso da técnica chamada *screening*, ou estímulo à promoção das qualidades.¹¹ É preciso reconhecer que essa técnica é difícil de ser implementada. Enquanto a seleção adversa traz benefícios individuais e imediatos (imaginem-se a companhia que consegue incorporar outra por valor inferior ao real), o *screening* traz benefícios sociais mediatos. Esse é o caso da melhoria do padrão ético que beneficia a todos apenas depois de se ter expandido a todo o mercado (até lá, será sempre possível retornar à tendência à seleção adversa).¹²

Ora, uma das formas de estimular o *screening* e desestimular a seleção adversa é exatamente através de sua certificação por agentes independentes. Isso se dá por meio da constante elaboração de projeções econômicas e sua verificação e certificação por analistas de mercado independentes.¹³

Da análise acima resultam certas conclusões relevantes para a disciplina jurídica: (i) *insiders* têm informações sobre as perspectivas da companhia que são incomparáveis e por natureza melhores que as dos demais participantes do mercado; (ii) tendências opostas (seleção adversa e *screening*) existem quanto à divulgação de informações; a primeira é mais naturalmente perseguida que a segunda. É preciso, portanto, criar estímulos para que a segunda possa aflorar.

Um bom exemplo aplicativo está na recorrente discussão sobre a obrigatoriedade ou não de divulgação de planos de negócios da companhia em contradição com laudos de empresas avaliadoras. Nessa hipótese, convive tendência ao *screening* com tendência à seleção adver-

11. V. a respeito J. Stiglitz, "Information and capital markets", *NBER Working Papers*, Working Paper n. 678, National Bureau of Economic Research, Maio/1981.

12. A prova dos benefícios do processo de *screening*, especialmente quando realizado de forma coletiva, está no sucesso até agora obtido pelo Novo Mercado e pelas companhias nele cotadas.

13. Cfr. J. Stiglitz, "Information and capital markets", cit., p. 42.

Insiders no mercado de capitais podem ser beneficiados e outsiders podem ser prejudicados.

sa. Mais que isso, o *screening* é feito por *insiders* (projeções feitas por administradores), enquanto a informação geradora de seleção adversa é com frequência feita por terceiros, contratados pela companhia a partir de decisão do Conselho de Administração (por sua vez dominado pelo controlador). É interessante que ambas as situações, respectivamente o *screening* e a seleção adversa, são capazes de gerar ganho. Absolutamente em linha com a teoria acima exposta, há, no primeiro caso, ganho mediato e coletivo, decorrente da valorização das ações de todos os acionistas e aumento do valor da companhia. No segundo caso, por seu turno, o ganho na incorporação seria imediato e individual para os *insiders*. Também em sintonia perfeita com a teoria antes exposta, a tendência é com frequência a escolha da projeção que gera maior ganho para o controlador (por hipótese, a externa).

Ocorre que, nessa hipótese, o direito tem instrumentos para estimular o primeiro e desestimular o segundo. Basta aplicá-los. A existência de projeções sobre a perspectiva de rentabilidade futura da companhia é, por si só, uma informação capaz de influenciar a decisão de comprar e vender ações. É, sem dúvida, um fato relevante para os fins do art. 2º, inciso II, da Instrução CVM 358/2002. Como visto acima, não há justificativa possível para sua não divulgação, pois não há tipicamente nesse tipo de divulgação qualquer risco para o interesse social (v. *supra* item 1.1).

Se assim é, é possível imaginar que – a não ser que as referidas projeções iniciais fossem absolutamente errôneas –, uma vez divulgadas as projeções, o valor de mercado da companhia se aproximaria do valor da projeção. Como é sabido, eliminada a assimetria, o preço em concorrência perfeita tende a se aproximar do valor real do bem.

3. Conclusões

Este capítulo tem mais relevância analítica do que preceptiva. De um lado, é importante refletir, de maneira integrada, sobre questões de direito societário e mercado de capitais. O estudo do princípio da informação completa oferece um bom exemplo. É importante reconhecer que existem assimetrias estruturais de informação advindas da estrutura societária, entre controladores e não-controladores, especialmente em companhias com o grau de concentração acionária encontrado na realidade brasileira.

Nesse contexto, alternativas como a interpretação extensiva da disciplina do fato relevante, ainda que úteis, são meros paliativos.

Soluções institucionais (como os promovidos pelos índices de companhias com melhores práticas societárias), que permitam um maior estímulo à ampla transmissão de informações, criando valor para a companhia, são importantes. Fundamental e transformadora será, no entanto, apenas a introdução de estruturas societárias que sejam capazes de separar efetivamente a esfera administrativa do controle da sociedade, mesmo em companhias de controle concentrado. Só aí haverá resposta à altura da gravidade do problema.