

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

**O DEVER DE INFORMAÇÃO DE FATOS RELEVANTES PELO
ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA E SUA APLICAÇÃO
NO DIREITO BRASILEIRO**

ISABELA HELOISA AZEVEDO AMORIM

RIO DE JANEIRO

2017/1

ISABELA HELOISA AZEVEDO AMORIM

**O DEVER DE INFORMAÇÃO DE FATOS RELEVANTES PELO
ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA E SUA
APLICAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito do curso de graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro – Faculdade Nacional de Direito, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob orientação do Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

RIO DE JANEIRO - RJ

2017/1

CIP - Catalogação na Publicação

A524d Amorim, Isabela Heloisa Azevedo
O DEVER DE INFORMAÇÃO DE FATOS RELEVANTES PELO ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA E SUA APLICAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO / Isabela Heloisa Azevedo Amorim. -- Rio de Janeiro, 2017.
69 f.

Orientador: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Bacharel em Direito, 2017.

1. Direito Societário . 2. Dever de divulgar fato relevante. 3. Fato Relevante. 4. Art. 157, §4º, LSA. 5. Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta. I. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção , orient. II. Título.

CDD nº 342.225

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

ISABELA HELOISA AZEVEDO AMORIM

**O DEVER DE INFORMAÇÃO DE FATOS RELEVANTES PELO
ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA E SUA
APLICAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito do curso de graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro – Faculdade Nacional de Direito, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob orientação do Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

Data da Aprovação: __/__/__

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves

Prof. Dr. Enzo Baiocchi

Prof. Ms. Pedro Freitas Teixeira

RIO DE JANEIRO - RJ

2017/1

À minha família, que me trouxe até aqui; aos meus amigos cariocas, que invariavelmente trilharam este caminho comigo; aos amigos palmenses que se mantiveram presentes; à Faculdade Nacional de Direito, que me fez humana, que me faz feliz; à Nossa Senhora de Fátima, por todas as noites em claro; e a Deus, por sua incansável fé em mim: Este projeto é inteiramente seu.

Hoje, as corporações são também forças políticas, ambientais e culturais, presentes no mundo todo, impactando a vida de milhões de pessoas das formas mais variadas e complexas.

Marlon Tomazette

RESUMO

As companhias abertas, por possuírem configuração estrutural dinâmica facilitadora da conjunção de esforços e acumulação de capital, assumiram importância transcendental na sociedade moderna, de modo que seus problemas, internos ou externos, de estrutura ou de financiamento, constituem relevantes preocupações para economistas e juristas. A busca pela compreensão dos fenômenos que acarretam sua evolução é necessária para o entendimento da evolução da sociedade e, assim sendo, deve ser constante. Neste contexto encontram-se os deveres e responsabilidades atribuídos aos seus administradores e, dentre eles, o dever de divulgação de fato relevante, que se encontra positivado na Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 157, §4º. O conceito de fato relevante adotado pelo direito brasileiro é inspirado no conceito desenvolvido pelo direito norte-americano, que consiste no fato que possa exercer influência ponderável nas decisões de investimento tomadas pelo investidor médio. O fato relevante, quando existir, deverá ser divulgado imediatamente, nos termos do procedimento indicado pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 358/2002. Através das metodologias dedutiva, histórica e comparativa, o objetivo desta monografia consiste em demonstrar a importância da consolidação deste instituto como meio de tutela da informação e comunicação estabelecida entre as companhias, investidores e demais agentes do mercado de capitais.

Palavras-chave: Direito Societário. Dever de divulgar fato relevante. Fato relevante. Art. 157, §4º, LSA. Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta.

ABSTRACT

The companies, having a dynamic structural configuration that facilitates the combination of efforts and accumulation of money, assumed a transcendental importance to the modern society, in a way that their internal or external, structural or financing problems concerns economists and jurists. The search for the understanding of its evolution is necessary for the comprehension of the evolution of the whole society and, therefore, must be constant. In this context are the duties and responsibilities attributed to its managers and, among them, the duty to disclose a material fact, which is confirmed in the Brazilian Corporation Law, article 157, §4. The concept of relevant fact adopted by Brazilian law is inspired by the concept developed by the American law, which consists in the fact that can exert a considerable influence on the investment decisions taken by the average investor. The material fact, when it exists, should be disclosed immediately, in accordance with the procedure indicated in Instruction of the Brazilian Securities and Exchange Commission no. 358/2002. Through the deductive, historical and comparative methodologies, the objective of this thesis is to show the importance of the consolidation of this institute as an instrument of the tutelage of the information and the communication established between the companies, investors and other capital market agents. Key-words: Corporate law. Duty to disclose the material fact. Material fact. Brazilian Corporate Law, article 157, paragraph 4. Liability of the company manager.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. DOS DEVERES DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA ABERTA.....	14
2.1. Das Regras de Governança Corporativa.....	23
2.2. A Intervenção Estatal para Fiscalização da Administração.....	25
2.3. Da Necessidade da Tutela da Informação nas Companhias Abertas.....	26
2.4. Do Dever de informar.....	30
2.4.1. <i>Do Dever de Informar do Administrador de Companhias Abertas.....</i>	<i>33</i>
3. DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE.....	36
3.1. O Fato Relevante no Direito Brasileiro - Definição Legal e Elementos Constitutivos.....	40
3.2. Do Destinatário da Informação: O Investidor e a Decisão de Investimento.....	44
4. O DEVER DE DIVULGAR FATO RELEVANTE E A NORMATIZAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	53
4.1. A Responsabilidade do Administrador.....	53
4.2. Tempo, Forma e Lugar da Divulgação.....	58
4.3. Exceção ao Dever de Divulgar – Interesse Legítimo da Companhia.....	59
5. DAS SANÇÕES AO DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE INFORMAR.....	61
6. CONCLUSÃO.....	66
7. REFERÊNCIAS.....	68

1. INTRODUÇÃO

A evolução das práticas comerciais ao longo da história pode ser lida como a evolução de institutos voltados para o desenvolvimento econômico e social. Sob esta ótica, o avanço do direito empresarial tem como finalidade a adaptação dos institutos jurídicos que o compõem para a satisfação das necessidades humanas. Explicar e encontrar soluções para as questões relevantes de direito empresarial significa, primordialmente, encontrar respostas para as questões sociais, notadamente aquelas relacionadas à economia.

No que concerne ao direito societário, sua evolução se deu pela alteração das formas de associação para fins comerciais, adaptáveis às necessidades econômicas e empresariais e suas transformações.

A sociedade anônima, que surgiu e se difundiu como tipo societário mais adequado para viabilizar os investimentos necessários para a expansão marítimo-comercial europeia dos séculos XVI e XVII, e, posteriormente, para atender os anseios da comunidade pós-Revolução Industrial, especificamente, acabou por se constituir num depósito de múltiplos e variados interesses. Destacam-se, dentre estes, os interesses dos acionistas, dos gestores, dos investidores, do Estado, e, ainda, do destinatário final do serviço prestado ou produto produzido.

Trata-se de tipo societário criado para grandes empreendimentos, onde são exigidos investimentos de alta monta para suportar os grandes riscos empresariais geradores de efeitos que se voltam não apenas para o quadro social, mas também para a comunidade. Seu grande desafio é superar, diariamente, as dificuldades impostas pelo mercado, pelas medidas econômicas relevantes e também pelos agentes internos e externos envolvidos.

Com efeito, a sociedade anônima foi concebida para estruturar negócios onde há a preponderância do capital investido sobre a figura dos sócios envolvidos e suas capacidades pessoais. Assim, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo,¹ precisamente porque permite a utilização da poupança popular em grandes empreendimentos e, com isso, obter retorno financeiro ao investidor, sem que seja necessário se vincular à responsabilidade além da soma

¹ “O sucesso da ideia das corporações está diretamente ligado às vantagens da constituição de uma sociedade. A lógica societária de combinação de esforços ou recursos claramente é eficiente para o desenvolvimento das atividades econômicas, pois permite alcançar resultados que dificilmente seriam alcançados individualmente. Sem a união de várias pessoas, boa parte das atividades econômicas do mundo não poderia ser desenvolvida, pois não haveria capital suficiente para tanto. [...] Assim, o sucesso das incorporações envolve essencialmente uma questão econômica, isto é, os benefícios trazidos tanto para os empreendedores quanto para os investidores. [...] Em suma, pode-se dizer que as sociedades, em especial as corporações, representam hoje a instituição econômica dominante, porque a grande vantagem comparativa delas é a aptidão para produzir riqueza. (TOMAZETTE, Marlon. *Direito societário e globalização: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global*. São Paulo: Atlas, 2014, p. 129)

investida. Em outras palavras, seu modelo jurídico permite a acumulação de capitais associada à limitação da responsabilidade dos investidores às contribuições realizadas.

Aliás, este foi o objetivo da criação deste tipo societário: a conjunção de capitais e a pulverização dos riscos.² Esta configuração estrutural, marcada pela limitação de responsabilidade, impôs-se como forte atrativo para os investidores, o que instrumentalizou o capitalismo para a realização de grandes obras que antes só poderiam ser realizadas pelo Estado. Por esta razão, a sociedade anônima assumiu importância transcendental na sociedade moderna, e seus problemas, internos ou externos, de estrutura ou de financiamento, constituem relevantes preocupações para economistas e juristas.³

Neste sentido, desenvolveu-se a "Teoria Institucional", de acordo com a qual a sociedade anônima, diante da expansão de sua dimensão, complexidade e significação econômica, social e política, atinge a esfera do interesse público, deixando de ter caráter puramente contratual. Esta teoria foi primeiramente defendida pelo político alemão Walter Rathenau, que sustentou que, embora nascida de interesses privados, a sociedade anônima, ao crescer, transcende ao interesse pessoal dos sócios para assumir relevo próprio na economia coletiva, passando a ser orientada pelo interesse público.

A partir deste entendimento, a sociedade passou a ser considerada como instituição concernente à toda a Economia, ao Estado e ao crédito público, e, partindo de um todo que precisa ser regulado harmonicamente, deve atender os interesses público e privado. Com base neste fundamento, justifica-se a política de intervenção estatal na disciplina da sociedade por ações.

A teoria institucional, de primazia do interesse público, está diretamente ligada às previsões legais de atenção à função social da companhia (arts. 116 e 154 da LSA), bem como ao fundamento justificador do próprio dever de informar. Conforme se verá, a relevância da tutela da informação e, especificamente, da divulgação do fato relevante consiste em atender ao funcionamento do sistema econômico como um todo.

Convém, para os fins deste trabalho, dar enfoque exclusivo às companhias abertas que, de acordo com o conceito adotado pela Lei nº 6.404/76 ("LSA") e pela Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e por meio da qual criou-se a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), tratam-se daquelas sociedades que têm seus títulos admitidos à

² OLIVEIRA, Daniele de Lima. *Deveres e responsabilidade dos administradores da S/A*. 2008. 159 f. Dissertação (Mestrado de Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica – PUC-SP, São Paulo, 2008, p. 5.

³ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 31 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 29. v. 2

negociação no mercado de valores mobiliários.⁴

A LSA somente admite negociação no mercado de valores mobiliários emitidos por companhias registradas na CVM⁵, e a Lei nº 6.385/1976 dispõe que (i) “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”⁶ e (ii) “somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo poderão ser negociados na bolsa e no mercado de balcão”.

O que caracteriza a companhia aberta é, portanto, a emissão, distribuição ou negociação dos seus títulos no mercado organizado. Toda companhia que não participe desse modo dos mercados de capitais é, de acordo com a definição legal, fechada.⁷

Ao adotar este conteúdo, a LSA afastou-se do regime anteriormente vigente, no qual o conceito de companhia de capital aberto envolvia a negociação no mercado⁸, e que atribuía competência ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”) para fixar condições diretamente relacionadas ao índice de negociabilidade nas bolsas de valores para que a sociedade fosse considerada de capital aberto.⁹

A possibilidade de dispersão da propriedade acionária, característica das sociedades anônimas, pôs em xeque a própria estrutura da Lei Societária vigente até a década de 70, onde o controle era exercido permanentemente pelos detentores de mais de 50% das ações votantes.¹⁰

A dispersão de capital e a possibilidade de negociação dos títulos de companhias tornou ainda mais significativo o impacto gerado pela atuação da companhia aberta no mercado,

⁴ LSA: “Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”

Lei nº 6.385/76: “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.”

⁵ LSA: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

[...] § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.”

⁶ Lei nº 6.385/76: “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.”

“Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

[...] § 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.”

⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 98.

⁸ COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*. São Paulo: RT, 1970, p. 66-67.

⁹ “[...] ao definir a sociedade de capital aberto, as Autoridades monetárias emitiram em um só ano três documentos de definição: A Resolução nº 16, de 16.2.66, a Circular nº 32, de 1.4.69, e a Resolução nº 26, de 23.6.66, com critérios não facilmente interpretáveis pela maioria dos interessados” (PROENÇA, João Antônio Godilho de; ROCHA, João Pedro Gonçalves. Situação atual do mercado de capitais no Brasil. In: WALD, Arnoldo. *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1970, p.253.)

¹⁰ CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 11.

fazendo-se necessária a criação de regras específicas para a tutela do investidor. Desde o século XIX, as leis europeias que regulam as companhias abertas objetivaram a proteção dos interesses dos acionistas e também da ordem pública, com o fito de coibir abusos, fraudes e erros na gestão de companhias passíveis de causar prejuízos significativos aos agentes de mercado.

A legislação brasileira reproduziu normas de tal natureza, já existentes na França. A Lei nº 3.150/1882 instituiu a liberdade de constituição da companhia, submetendo-a a regime semelhante ao já vigente no Estado francês desde 1867, qual fosse, de aplicação de normas que já vigoravam para as comanditas por ações, embora sem mencionar preceitos sobre a oferta pública. O Decreto nº 1.362/1891, por sua vez, posteriormente complementado e consolidado pelos Decreto Executivo nº 434/1891 e Decreto-Lei nº 2.627/1940, instituiu o regime de publicidade por meio de prospecto e definiu a responsabilidade dos fundadores.¹¹

As sanções previstas nas referidas leis eram de natureza administrativa, criminal, e civil, havendo, ainda, previsão de nulidade de companhia constituída em desacordo com os requisitos legais. Sua previsão legal, entretanto, não foi suficiente para assegurar a efetiva reparação de prejuízos ou a inoccorrência de eventuais atos ilícitos, infelizmente, conforme se verá.

Outras regras de conduta vieram a ser impostas nas legislações subseqüentes, e, neste contexto, inserem-se aquelas relativas à divulgação das informações consideradas relevantes para a companhia, presentes na lei em vigor. A comunicação transparente entre o gestor da empresa e os investidores tornou-se essencial para o fomento da política de investimentos, a qual viabiliza a existência das companhias e do mercado de capitais.

Assim, a escolha do tema se justifica pela sua importância dentro do contexto global, na medida em que a tutela da decisão de investimento se impõe como instrumento jurídico fundamental para a promoção do desenvolvimento econômico, em todos os seus níveis.

Diante disto, esta monografia analisará o tema a partir das seguintes perspectivas: (i) a evolução e fundamentos da ascensão da teoria do *full disclosure* nos Estados Unidos e, após, a difusão desta teoria para o sistema jurídico brasileiro, (ii) a importância da consideração dos interesses coletivos, proteção do investidor comum e condições igualitárias no mercado, (iii) quais os resultados alcançados pela metodologia adotada no Brasil, refletidos pela norma e pela jurisprudência.

Neste sentido, o objetivo desta monografia consiste em demonstrar a relevância dos deveres imputados aos administradores de sociedades anônimas, especialmente o dever de informação de fato relevante, abarcando os principais fundamentos justificadores desta

¹¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 98.

importância e a consolidação deste instituto no direito brasileiro.

A metodologia adotada na elaboração do trabalho foi dedutiva, histórica e comparativa, por meio das quais busca-se a exposição do entendimento consolidado da doutrina e jurisprudência, além da análise silogística para a compreensão da adequação dos institutos à realidade das companhias. Ademais, os métodos histórico e comparativo foram adotados porque possibilitarão a visualização do contexto de origem do dever de divulgar fato relevante e sua evolução, essenciais para o entendimento acerca da relevância do tema e do seu impacto no mercado de capitais e nas decisões de investimento propulsoras da economia.

A monografia é composta por quatro partes.

Na primeira delas, é apresentada uma análise geral da administração da companhia aberta, com ênfase nos deveres gerais atribuídos aos administradores. Esta parte é composta, ainda, de sintética análise da tutela da informação e deveres gerais de sua divulgação impostos pela Lei das Sociedades por Ações, partindo das perspectivas do transmissor, da frequência, da finalidade e do destinatário.

Na segunda parte, proceder-se-á à conceituação do fato relevante adotada pelo direito norte-americano, que deu origem ao instituto, e a forma adotada pelo direito brasileiro, conforme entendimento doutrinário e regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. O foco deste capítulo do texto reside primordialmente no destinatário da informação, qual seja, o investidor cujo interesse se pretende tutelar, titular da decisão de investimento que compõe o conceito de fato relevante.

Já na terceira parte, a preocupação consistiu na análise do dever de divulgar fato relevante previsto no art. 157, §4º da LSA, restando abordada a responsabilidade do administrador, o modo de divulgação da informação e a exceção à regra prevista no art. 157, §5º da mesma lei.

No último momento, por fim, cuidou-se de examinar quais são as sanções usualmente impostas diante do descumprimento do dever de informar, considerada a aplicação da norma pela CVM, que é responsável pela fiscalização das atividades da companhia aberta, visando a defesa do mercado de capitais.

2. DOS DEVERES DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA ABERTA

Na medida em que as sociedades anônimas constituem-se a partir da reunião de capitais de investidores para a exploração da atividade empresarial, sem que os financiadores da atividade assumam responsabilidade ilimitada ou tenham a responsabilidade sobre a gestão cotidiana do empreendimento, é natural que a condução efetiva da companhia fique a cargo de seus acionistas controladores ou, na maioria das vezes, de profissional escolhido para tanto: o administrador, que é aquele encarregado da prática dos atos de gestão e de sua representação legal, servindo como “meio de acesso do ente moral à capacidade jurídica”.¹²

Trata-se da ocorrência do *fenômeno da dissociação entre propriedade e controle da empresa*, cujo efeito não raramente é o distanciamento do investidor do cotidiano da companhia.¹³

Neste contexto, considerando a força e influência que as sociedades anônimas passaram a exercer sobre o funcionamento mercadológico, fez-se necessário avaliar e ponderar a eficácia dos mecanismos existentes voltados para a dinamização e eficiência de sua administração, e, ainda, analisar a figura do gestor da sociedade, administrador da atividade, que assume papel ativo e protagonista no processo de constituição e continuidade das sociedades e de suas atividades. Desta forma, o direito busca conformar o poder possuído pelo administrador à função que a ele foi imprimida por lei, a fim de evitar potenciais abusos.

O profissionalismo e a organização de uma sociedade exitosa são reflexos diretos da administração da companhia. O administrador tem como função coordenar a exploração da atividade, mantendo-se fiel à finalidade lucrativa e permanecendo obediente às regras institucionais, legais e sociais, que existem para que as companhias possam coexistir com outros sujeitos de direito, em coletividade. Cabe ao administrador conciliar os interesses que se manifestam interna e externamente à própria atividade social,¹⁴ conforme prevê o artigo 154 e seguintes da LSA.

Nos termos do referido artigo, deve o administrador, como membro do órgão societário que dá vida à pessoa jurídica em atividade, exercer as atribuições e poderes a ele conferidos estritamente interesse da companhia, satisfazendo as exigências do bem público e da função

¹² PATELLA, Laura A., et alli. Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores a acordo de acionistas. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 239

¹³ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 5.

¹⁴ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 32 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 285. v. 2

social da empresa.¹⁵

Trata-se de “poder-função” atribuído ao administrador, onde o poder que lhe é atribuído deve ser aplicado unicamente para a realização do objeto social e em atenção ao interesse social, que se sobrepõe a todos os outros. A discricionariedade que reveste a atividade da administração é, portanto, delimitada pelo interesse social e pelo objeto social.

Justamente em virtude da relevância econômica envolvida, a sociedade anônima, desde sua origem, foi objeto de abuso por seus administradores. Nas palavras de Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões, “por sua eficácia em perseguir lucros, (a sociedade anônima) exacerbou a cobiça dos homens e tornou-se fonte de abusos e fraudes, que despontam, com igual frequência, em todas as latitudes, no curso de sua existência”.¹⁶ De igual forma e por igual razão, o mercado de capitais também é alvo de ataques.

Para Túllio Ascarelli:¹⁷

[...] Usos e abusos das sociedades anônimas são, pode-se dizer, congêntos com o aparecimento da própria instituição. [...] delas (invenções jurídicas, em geral) se pode dizer que, consideradas em si mesmas, não se tratam de instituições boas ou más, mas de instrumentos simultaneamente benéficos e maléficis, de progresso e de crise, do mesmo que, noutra campo, as invenções técnicas, das quais se orgulha o nosso tempo, são por sua vez, instrumentos de paz e de guerra, segundo o uso que delas façamos e a medida na qual uma superior consciência moral lhes guie o emprego.

Para coibir a desvirtuação do instituto, que, quando ocorre, culmina inevitavelmente no desvio de suas funcionalidades e prejudica a estabilidade econômica, foram fixadas regras de conduta destinadas aos administradores, acionistas e demais agentes. Assim, constituiu-se um modelo jurídico minuciosamente regulamentado pelo Estado, sendo a atual Lei das Sociedades

¹⁵ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.”

¹⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 20. v.1

¹⁷ ASCARELLI, Tullio. *Usos e Abusos das Sociedades Anônimas*. In: Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941, p. 6. v. 88

por Ações um microsistema jurídico¹⁸ capaz de regulamentar deveres e obrigações dos entes envolvidos.

Partindo do pressuposto de que qualquer sociedade deve comportar-se com responsabilidade perante o agregado social no qual opera, a LSA estabelece uma série de deveres que devem ser observados pelos administradores das companhias, sob pena de responsabilização civil ou até mesmo criminal, dependendo do ato ilícito praticado. Esta preocupação com a tutela da administração das companhias passou a se mostrar como um importante mecanismo de conservação da empresa, considerando o papel relevante da administração para a profissionalização da sociedade, bem como para a redução dos custos e dos conflitos internos.

Não por outra razão, a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, apresentada pelo Ministério da Fazenda ao Presidente da República do Brasil como introdução ao Projeto de Lei da LSA, enaltecia a preocupação com “*o fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira*”. A solução exposta, diante desta preocupação, consistiu no “*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*”.¹⁹

Dentre os princípios elencados por esta Exposição, destacam-se (i) o de ampla liberdade a qual devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores de direito e de fato, e (ii) o dever de lealdade, imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, de forma a consolidar embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, a constituir-se em “imperativo da ciência universal”.

Deste modo, se tornou corrente a tutela de interesses coletivos e difusos para coibir práticas abusivas que comprometam os investidores diretos e a economia nacional.

No Brasil, firmaram-se dois sistemas de estruturação de administração da sociedade anônima, que são diferenciados pela competência fiscalizatória e de controle de atos de gestão da empresa²⁰: O monista e o dualista.

No primeiro, a administração da companhia é atribuída a apenas um órgão, a Diretoria, que terá, dentre seus membros, uma pessoa física encarregada de atribuições específicas de

¹⁸ BULGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Editora Atlas S/A, 1999, p. 63.

¹⁹ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>> Acesso em: 25 de maio de 2017.

²⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8 ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 234. v. 2

administração, comumente denominada “diretor-presidente”. No segundo, há dois órgãos providos de competência administrativa, quais sejam, a Diretoria e o Conselho. Neste caso, segregam-se as atividades de gestão, atribuídas para o primeiro órgão, e as atividades de supervisão, fiscalização, intermediação e tomada de decisões estratégicas, atribuídas ao segundo órgão. O Conselho exerce, ainda, competência ilimitada quanto à legalidade ou adequabilidade contábil dos atos praticados, podendo até mesmo questioná-los, em sua forma ou conteúdo, e ainda, determinar as correções possíveis.²¹

O modelo dualista foi o adotado para as companhias abertas no direito brasileiro, conforme artigos 138, 139, 142 e 144 da LSA, que atribuiu a cada um dos órgãos competências privativas e indelegáveis, e instituiu a obrigatoriedade de existência do Conselho de Administração em companhias abertas.

A Comissão de Valores Mobiliários já se manifestou diversas vezes a respeito das atribuições do conselho de administração e da diretoria de sociedades anônimas, destacando-se elucidativa diferenciação exposta no voto do Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173:

“Parece-me importante recordar aqui que a Lei das S.A. adotou claramente uma estrutura dualista da administração [...] e a compreensão dessa estrutura é absolutamente essencial para verificar os deveres e as responsabilidades dos administradores. Porque, como bem reconheceu a Diretora-Relatora, a diretoria tem a função executiva; tem poderes que a doutrina chama de disjuntivos, pois que cada um tem o seu poder individual, não é colegial, embora algumas decisões possam ser objeto de reunião de diretoria, onde também se delibera de forma colegiada [...]. Já o conselho de administração, que não cuida evidentemente do dia-a-dia da companhia, não é o responsável pela administração diária, corrente, ordinária da companhia. O conselho de administração é um órgão colegial, onde os conselheiros não têm poderes individuais [...]. Embora o conselho de administração tenha funcionamento permanente, a atividade ou atuação de seus membros é apenas parcial. Eles não estão diariamente na companhia e não se exige que estejam.”²²

Foge ao escopo deste trabalho abordar detalhes sobre a estrutura administrativa das sociedades anônimas, cumprindo, entretanto, fazer breve introdução sobre os deveres gerais que se impõem ao administrador.

²¹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 18.

²² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em: 25 de maio de 2017.

O legislador, na redação da LSA, optou por estabelecer um sistema descritivo, expondo os deveres dos administradores (arts. 153 a 157), seguido de suas responsabilidades (art. 158) e, por fim, abordando a ação de responsabilidade, destinada aos administradores faltosos. Os conceitos ora adotados se impõem como um padrão de conduta a ser observado pelos administradores, em atenção aos valores e comportamentos prevaletentes em cada época.

A atividade do administrador, notadamente no que tange às suas responsabilidades, é ponto que tem merecido atenção dos legisladores e estudiosos, por se tratar de um dos aspectos mais importantes relacionados ao funcionamento da sociedade anônima.

Dentre os deveres elencados pelos artigos 153 a 158 da referida Lei, estão os deveres éticos-sociais de (i) diligência, (ii) agir de acordo com a finalidade das atribuições, (iii) lealdade, (iv) sigilo, (v) informar e (vi) vigilância, além da (vii) vedação ao exercício da administração em interesse conflitante com o da companhia.

Afora esses *deveres amplos e gerais*, são estipulados outros *deveres específicos*, aplicáveis a hipóteses determinadas e previstos esparsamente na LSA, além dos *deveres implícitos*, dedutíveis das normas gerais ou dos princípios societários. Estes, assim como os deveres gerais e expressos, caso causem prejuízo à companhia, gerarão o dever de indenizar. Pode-se dizer que os deveres dos administradores são, ainda, *individuais*, pois obrigam os administradores de forma individual perante a companhia, e *para com a companhia*, porquanto são de índole fiduciária e obrigam os administradores para com a companhia, apenas.²³

O dever de diligência²⁴ é o dever básico e primordial do administrador, e implica na obrigatoriedade do administrador em empregar todo o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Sobre este ponto, Fábio Ulhoa Coelho ressalta que o *standard* de “bom pai de família” expressado pela norma indica concepção já superada pelo direito brasileiro, o que revela dificuldades próprias de aplicação do dispositivo.²⁵ A ideia do pai de família como paradigma comportamental, além de não mais ser operacional, é incompatível com a sociedade moderna, tendo em vista as alterações na distribuição social de trabalho entre os sexos e as novas estruturas familiares.

Segundo o autor, o mais apropriado para a definição deste dever seria considerar o administrador segundo a “ciência da administração de empresas”, isto é, o administrador diligente é aquele que “observa os postulados daquele corpo de conhecimentos tecnológicos,

²³ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 120.

²⁴ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

²⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8 ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 273 v. 2

fazendo o que nele se recomenda e não fazendo o que se desaconselha”. Ser diligente, portanto, é empregar, na condução do negócio, as cautelas, métodos, orientações e diretivas adequadas ao interesse social da companhia, para que se atinja sua finalidade social. Ademais, cobra-se do administrador o emprego de certas técnicas, compatíveis com a dita ciência da administração, no emprego de suas funções.

Esta é a regra máxima da atividade dos administradores da companhia, o padrão de comportamento ao qual se refere a exposição de motivos e do qual se desdobram os demais deveres. Trata-se, portanto, da “chave” de responsabilização dos administradores.²⁶

Adotou-se, portanto, conceito indeterminado, mediante um modelo típico e abstrato, que não implica em um comportamento determinado, mas em um padrão de comportamento, no sentido de cuidado e zelo.²⁷ Buscou-se, com isto, preservar e valorizar a honestidade, caráter técnico e profissional do administrador da companhia.

Cumprir mencionar que o dever de diligência trata de obrigação de meio, e não de resultado. A verificação do cumprimento ou não do dever de diligência só pode se dar mediante avaliação do procedimento adotado pelo administrador, e não pelo conteúdo de suas decisões.

Os procedimentos de gestão adotados pelo administrador diligente deverão ser compostos pelos deveres de (i) se informar sobre os negócios da companhia, (ii) de empregar vigilância no monitoramento do andamento dos negócios e de execução de decisões tomadas, (iii) de investigar fatos de que tomem conhecimento ou que despertem algum interesse em particular, (iv) de intervir, quando constatadas irregularidades e (v) de assiduidade.

Embora a redação do artigo 153 da LSA possa dar a entender que a diligência exigida seja meramente ordinária, esperada do homem comum, cumpre considerar que deve ser aquela própria de profissional, avaliada de acordo com as características e particularidades da companhia e do administrador, no exercício de sua função.

O art. 154 da LSA, por sua vez, prevê o dever de dar cumprimento às finalidades das atribuições do cargo, de acordo com o qual as atribuições referentes ao exercício do cargo da administração devem ser exercidas com a finalidade única de que sejam atendidos os interesses da companhia que, via de regra, são os de obtenção de lucro mediante a exploração do objeto social.

²⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 799.

²⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 230. (v. 3)

O administrador está obrigado a perseguir o interesse social da companhia administrada, que se sobrepõe a qualquer outro, devendo guiar sua atuação para a consecução do objeto social da companhia, previsto estatutariamente, e para a finalidade lucrativa. Neste sentido, veda-se o desvio de poder dos administradores, na medida em que o poder, conforme visto, deve ser atribuído ao administrador para ser exercido unicamente no interesse da sociedade.

Deste modo, o interesse social situa-se como uma baliza determinante para o exercício da discricionariedade dos administradores. Este denominado interesse social, por sua vez, corresponde ao interesse comum de realização do escopo social, o qual só pode ser atingido mediante a comunhão de interesses dos acionistas.²⁸

Exige-se, ainda, que se dê atenção às exigências do bem público e da função social da empresa, que dos quais decorre o caráter institucional deste dever.

Extrema relevância é também atribuída ao dever de lealdade, caracterizado como o dever de agir com o objetivo de atingir e proteger os interesses da companhia e de seus acionistas. O administrador deverá se pautar pela mais estrita lealdade à companhia e à observância do interesse social. Trata-se de dever ético que imposto ao administrador, previsto no art. 155 da LSA,²⁹ no qual são deduzidos, em seus incisos, rol exemplificativo de atos que seriam incompatíveis com o referido dever e são, portanto, vedados. Os atos exemplificativos de

²⁸ Neste sentido: “o interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao seu interesse comum de realização do escopo social. A comunhão de interesses existe, tanto na sociedade quanto na comunidade. A especificidade da sociedade resulta do fato de ser ela uma comunhão voluntária de interesses, distinta, portanto, não só da meramente incidente (ou acidental) que ocorre, por exemplo, na avaria comum, como também da comunhão necessária. Ora, quem diz comunhão voluntária refere-se, implicitamente, a um escopo ou objetivo. Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização deste escopo” (COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 314-325).

²⁹ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

deslealdade listados neste artigo dizem respeito a hipóteses de usurpação ou negligência no aproveitamento de oportunidades da companhia.³⁰

Não pode o administrador (i) usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo, (ii) omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia, e (iii) adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.³¹

A lealdade do administrador à companhia deve ser absoluta, indivisa e integral, no sentido de que, quando se tratar do interesse da companhia propriamente dita, a lealdade é inderrogável e não sofrerá relaxamento de qualquer espécie.³² O dever de lealdade, portanto, implica na atribuição de caráter fiduciário às funções do administrador, basilar para este sistema jurídico.

O dever de sigilo, é previsto conjuntamente com o dever de lealdade, no art. 155 da LSA. Diz respeito à obrigação que tem o administrador de guardar reserva sobre toda e qualquer informação não pública de que tenha tido conhecimento contemporaneamente ao exercício do cargo de administração. Deve o administrador, ainda, zelar para que a violação do segredo da sociedade não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, e nenhum destes podem valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários da companhia.

Neste sentido, as informações a que o administrador está sujeito a guardar com estrita reserva são aquelas cuja revelação pode trazer prejuízo à companhia ou limitar o seu ganho, como as relativas a segredos de negócio ou que possam ser aproveitadas pela concorrência ou por quem esteja em vias de negociar com a companhia e que poderá obter vantagem com a informação. A informação, por sua vez, será confidencial quando qualquer dos seguintes fatores se encontrar presente: (i) o assunto protegido não é largamente conhecido ou prontamente apurável, (ii) proporciona uma demonstrável vantagem competitiva, (iii) foi obtido às custas do empregador e (iv) o empregador pretende mantê-la como confidencial.³³ Naturalmente, também estão sob sigilo as informações sensíveis sobre a companhia.³⁴

³⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 155.

³¹ Art. 155, I, II e III, da LSA.

³² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 822.

³³ *Id.*, p. 833.

³⁴ C.f.: “A caracterização do uso indevido de informação privilegiada acerca de uma determinada companhia pressupõe que tal informação seja relevante, o que pode ser medido pela oscilação de preço dos valores mobiliários de sua emissão. As companhias e instituições financeiras que atuam no mercado de capitais devem zelar pela

No que tange aos deveres dos administradores em geral, cumpre mencionar, ainda, a vedação ao exercício da administração em interesse conflitante com o da companhia. Este dever diz respeito a um desdobramento dos deveres éticos dos administradores. Se o discernimento do administrador, no exercício de suas funções, estiver comprometido por convicções e interesses pessoais, dissociados do interesse da companhia, este deverá abster-se de praticar conduta que o favoreça em detrimento das pretensões daquela.

Nesse propósito, o art. 156 da LSA³⁵ veda ao administrador intervir em qualquer operação social na qual tenha interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores. Na verdade, cumpre-lhe, com lealdade, cientificar a todos da ocorrência de seu impedimento, fazendo consignar a natureza e extensão de seu interesse em ata.³⁶

Há, por fim, o dever de informar, que será abordado especificamente adiante.

Aos administradores de companhia aberta são aplicáveis, especificamente, (i) o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, consoante artigo 155 da LSA, e (ii) o dever de declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. Deve este declarar, ainda, à assembleia geral-ordinária, caso requerido, determinadas informações listadas em lei.³⁷

Os deveres gerais descritos são todos desdobramentos dos deveres-padrão de diligência e de lealdade. Temos, adicionalmente, os deveres implícitos, que são aqueles depreendidos de normas genéricas ou de princípios. São desta categoria os deveres de observar o estatuto (LSA, art. 158, I), cumprir as deliberações dos órgãos societários hierarquicamente superiores, não

existência de procedimentos eficazes no controle e uso de informações que possam ser consideradas privilegiadas, inclusive abstando-se de negociar valores mobiliários que possam coloca-las em situação de potencial conflito de interesses.” (CVM, Processo n. 6/2003, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, v.u., j. 14-9-2005.)

³⁵ “Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.”

³⁶ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 32 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 282. v. 2

³⁷ LSA, Artigo 157, §1º.

cumprir decisões de outros órgãos societários ou de terceiros usurpadores de competência privativa, controlar a atuação dos demais administradores, relatar e prestar contas à gestão social (LSA, arts. 132, I e 133), e não competir com a sociedade (LSA, art. 147, §3º, I e II).

2.1. Das Regras de Governança Corporativa

Diante da necessidade de adotar procedimentos de boa gestão societária para garantir a boa conduta dos administradores em prol dos interesses dos acionistas, colaboradores e trabalhadores, surgiu um movimento que defende a imposição de “conjunto de máximas válidas para uma gestão de empresa responsável e criadora de riquezas a longo prazo, para um controle de empresa e transparência”.³⁸ A estas regras os administradores são igualmente vinculadores, conforme regulamentação do mercado em que se inserem.

Trata-se da ideia de “governança corporativa”, que surgiu contra as insuficiências dos instrumentos de controle da administração de muitas companhias, e preconiza o reforço dos deveres fiduciários (deveres de diligência e lealdade) e de medidas de transparência (*disclosure*); o aperfeiçoamento dos sistemas de informações sobre a gestão social (*accountability*) e dos mecanismos de fiscalização e controle; a melhor divisão de poderes e atribuição dos órgãos independentes; a implementação de várias medidas tendentes a desenvolver o papel central da Assembleia Geral. Para que estes objetivos sejam alcançados, várias são as medidas e sugestões desenvolvidas por órgãos e institutos.³⁹

Surgiu como fruto da organização efetiva das instituições para proteger os investidores de sustos e escândalos do mercado de capitais, que vez outra colocaram os investidores – endinheirados e poupadores – em estado de suspeita e insegurança.⁴⁰ Alexandre di Miceli da Silveira traz, em sua obra, uma séria de conceitos e práticas de governança corporativa, que define como:

O conjunto de mecanismo (internos ou externos, de incentivo ou de controle) que visa a fazer com que decisões sejam tomadas de forma a maximizar o valor de longo prazo do negócio e o retorno de todos os acionistas. Como ‘mecanismos de governança’ (...) destacam-se: conselho de administração, o sistema de incentivos dos administradores (conselheiros e altos executivos), a estrutura de propriedade e controle das empresas a disponibilização periódica

³⁸ CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2 ed. Coimbra: Livr. Almedina, 2007, n. 320, p. 853. v. 2

³⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 116-117.

⁴⁰ OCHMAN, Renato. *Atos societários relevantes: a companhia e os investidores*. 1 ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 59

de informações para os investidores, o nível de competição do mercado em que a companhia atua e a possibilidade de aquisição da companhia de forma hostil.⁴¹

No Brasil, especificamente, com o advento promulgação da Lei nº 10.303/2001, que alterou a LSA e a Lei no 6.385, foram adotadas algumas medidas compatíveis com a noção de governança corporativa, a partir do aprimoramento de mecanismos de informação, fiscalização e de repressão de condutas ilegais (*compliance*). Ademais, a mencionada lei deu poder à CVM para classificar as companhias abertas em categorias, segundo espécies e classes de valores mobiliários por elas emitidos.

Antes disso, a Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”)⁴² já havia editado, em dezembro de 2000, dois atos regulamentares – o “Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o “Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa”. A partir do primeiro, criou-se segmento especial de negociação de Valores Mobiliários, o Novo Mercado,⁴³ ao qual têm acesso os títulos de companhias que preencham determinadas condições estritas, e, pelo segundo, foram previstas regras de boa gestão societárias, divididas em dois níveis de rigor. Por esta inovação, restou depreendido que as companhias que adotassem tais procedimentos teriam os valores mobiliários de sua emissão cotados de maneira mais favoráveis pelos investidores.

⁴¹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no mundo – teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 21.

O autor menciona, ainda, o conceito de Rafael La Porta, Andrei Schleifer, Florencio Lopez de Silanes e Robert Vishny: “Corporate Governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.”

⁴² Em março de 2017 foi aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) a fusão da BM&F BOVESPA com a CETIP, atuantes no Brasil. Como fruto desta integração, criou-se a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, companhia de infraestrutura de mercado financeiro que, conforme divulgado, nasceu como a quinta maior operadora de bolsas do mundo em valor de mercado. (Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/combinacao-entre-bm-fbovespa-e-cetip-e-aprovada.htm>).

Acesso em: 25 de maio de 2017

⁴³ “[...] não foram poucos os esforços da BM&F BOVESPA para estimular o mercado por meio da criação e estímulo de segmentos com níveis superiores de governança. O maior destaque entre eles e o Novo Mercado que completou 10 anos em 2012 e que no início despertava certa desconfiança por ser *extremado* em transparência, como o próprio site da Bolsa reconhece: ‘Lançado em 2000 – um momento delicado tanto para o mercado brasileiro, como para o de outros países emergentes, que ainda se ressentiam das sucessivas crises cambiais dos anos 1990 -, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança tão diferenciado, que muitos duvidaram que a iniciativa decolasse. Seus idealizadores partiram do princípio de que uma queda na percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. Imaginaram que esse cenário mais seguro ocorreria se os direitos e garantias adicionais fossem concedidos aos acionistas e fosse diminuída a assimetria de informação entre controladores/administradores das empresas e participantes do mercado. E, de fato, a partir da primeira listagem, em 2002, o Novo Mercado rapidamente tornou-se o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, a ponto de hoje ser uma realidade sem volta’” (OCHMAN, Renato. *Atos societários relevantes: a companhia e os investidores*. 1 ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 60).

2.2. A Intervenção Estatal para Fiscalização da Administração

A boa-fé, transparência e busca pela efetiva realização dos fins sociais são os princípios basilares que norteiam estas obrigações impostas aos administradores, cuja aplicação se justifica em atenção aos interesses dos acionistas e do mercado, de forma geral. Para fiscalizar a observância destas normas de conduta, foram criados órgãos estatais de policiamento preventivo da distribuição de valores mobiliários, regulamentação e fiscalização não apenas das companhias, como também das bolsas de valores, intermediários dos investidores e dos investidores no mercado, a fim de fiscalizar a observância das normas de conduta

Esta política de criação de órgãos estatais regulamentadores do mercado de capitais originou-se nos Estados Unidos, com a propositura de legislação federal de caráter geral por iniciativa do presidente Franklin Roosevelt, em complemento às leis estaduais, feita em 1933, em decorrência do estado de crise acarretado pela quebra da bolsa de Nova Iorque de 1929. O objetivo destas leis, conhecidas como “*blue sky laws*” era promover maior intervenção estatal para proteger os investidores, tendo em vista o baixo padrão técnico e ético adotado pelos agentes de mercado à época.⁴⁴

Estas leis procuraram disciplinar o mercado de valores mobiliários por meio de regras, impondo, principalmente, o dever de divulgar informações.⁴⁵ Assim restou disposto na exposição de motivos enviada pelo Presidente Roosevelt ao Congresso:

Esta proposta adiciona à regra antiga do *caveat emptor* a doutrina ulterior de que ‘o vendedor também se comporte’. Ela põe sobre o vendedor o ônus de dizer toda a verdade. Ela deve impulsionar as negociações honestas em valores mobiliários e, portanto, fazer retornar a confiança pública. A finalidade da legislação sugerida é proteger o público com o mínimo possível de interferência nos negócios honestos.

Com a aprovação destas leis, em 1933 e 1934, criou-se, então, a *SEC – Security Exchange Commission*, solução que veio também a ser adotada pelo Brasil, ao criar, em 1976, a CVM.

⁴⁴“Após a crise de 1929, havia, nos Estados Unidos, país que posteriormente mais propagou as virtudes do sistema de *disclosure*, 2 (duas) linhas distintas de pensamento a orientar as reformas do *New Deal*. [...] A legislação federal sobre títulos – *Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934 – revelava uma forma de controle baseada na atuação de uma agência especializada, a *Securities and Exchange Commission*, cuja missão fundamental era a de promover uma política de ampla divulgação de informações por parte dos emissores de títulos. A concepção era vitoriosa, e até hoje predominante, na generalidade dos países, é de que a melhor forma de proteger os investidores é prestando-lhes as informações relevantes, para que eles possam livremente escolher onde alocar suas poupanças.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 156/157. v. 3)

⁴⁵ MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 38.

Nota-se, a este respeito, uma preocupação com a política de transparência e divulgação de informações, também denominada “*full disclosure*”, que começa a surgir com toda a força.

Veja-se que a intervenção estatal foi direcionada para a disciplina da divulgação de informações como nota distintiva da regulação das companhias abertas e dos mercados de capitais. A tutela da informação, a partir da promoção da transparência, fez-se extremamente relevante para desincentivar comportamentos moralmente reprováveis e para reduzir a assimetria informacional, fator prejudicial à eficiência da política de investimentos que se pretende cultivar.

De acordo com George Akerloff, ganhador do Prêmio Nobel de Ciências Econômicas em 2001, esta falha – de assimetria informacional - afasta do mercado os bens de maior qualidade, pois o custo da desonestidade acarreta não apenas uma perda para a parte envolvida em um negócio em particular, mas para todo o mercado, na medida em que afasta negócios honestos.⁴⁶

Neste panorama, situa-se o dever de informar (*disclosure*), instituto transplantado do direito norte americano que impõe o dever de revelar certas situações e negócios em que a companhia e os administradores estão empenhados, os quais possam influir no mercado, no que se refere aos valores mobiliários por ela emitidos.⁴⁷ Este dever de divulgar informações contribui para a correção da mencionada assimetria, assegurando equidade de condições para os participantes do mercado, permitindo o acesso aos bens de qualidade e contribuindo para a melhor determinação dos preços.

2.3. Da Necessidade de Tutela da Informação nas Companhias Abertas

Conforme visto, o alto potencial de lucratividade das companhias, possível graças à emissão de títulos oferecidos a público somada à responsabilidade limitada dos sócios, fez com que a instituição fosse prestada, ao longo da história, a muitos tipos de fraude. Nos anos 1719 e 1720 foram montados na Inglaterra engenhosos esquemas especulativos que ficaram conhecidos como “*bubble mania*”, que culminaram em escândalos que envolveram mais capitais que a riqueza do país aplicada no comércio desde então.⁴⁸ Esquemas de agiotagem igualmente embaraçosos ocorreram na França, onde a crise econômica levou até à proibição da

⁴⁶AKERLOFF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: *Explorations in Pragmatic Economics*. New York: Oxford University Press, 2005, p. 28-38. Publicado originalmente no *Quarterly Journal of Economics* em 1970.

⁴⁷ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 32 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 284. v. 2

⁴⁸ LEVY, A. B. *Private Corporations and their control*. London: Routledge & Kegan Paul Limited, 1950, p. 38. v. 2

organização e funcionamento das sociedades anônimas.

Crises especulativas também ocorreram no Brasil. A título de exemplo, a crise econômica de 1864, marcada pela falência da casa bancária Souto, teve correlação direta com a emissão de créditos destinados a alimentar a especulação em torno de companhias fictícias.⁴⁹

O primeiro ano da República também foi marcado por uma febre de negócios e especulação financeira conhecida como Encilhamento, que consistiu na criação de inúmeras “empresas fantásticas”⁵⁰ e que trouxe à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro a ideia de jogatina.⁵¹

Note-se que o mercado de capitais e o *modus operandi* das companhias abertas possuem, inerentemente, características estruturais que acarretam o desequilíbrio informacional e incentivam o comportamento desonesto. Esta aparente propensão à desonestidade tornou-se uma das principais críticas feitas aos mercados de capitais, chegando a ser utilizada como fundamento para propostas de sua extinção.

A preocupação com as práticas desonestas no mercado financeiro passou a tomar lugar de destaque na sociedade e, posteriormente, nas legislações societárias, em virtude do grau de prejudicialidade destas condutas para a economia. Evitar a manipulação de mercado, que inspira desconfiança e afasta os desejáveis e necessários investimentos, passou a ser medida primordial para a sobrevivência do mercado financeiro.

Dentre as práticas repreensíveis de ocorrência recorrente, destaca-se a manipulação de mercado por meio da disseminação de informações falsas para beneficiar determinado grupo de pessoas. Quando surgiram as primeiras sociedades anônimas, entre os séculos XVI e XVII, os investidores não tinham acesso regular às informações financeiras da companhia. Isto significava que, quem quer que as obtivesse, poderia utiliza-las para influenciar os preços de ações e, estando um passo à frente dos demais investidores, obter vantagem financeira facilmente.

Ressalta-se que, naquele cenário, o preço da ação era o único indicativo disponível, sendo, conseqüentemente, determinante para a precificação da companhia, o que demonstra o quão importante eram – e ainda são – as informações fornecidas sobre a empresa para a saúde do

⁴⁹ FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. 3 ed. São Paulo: Globo, 2001, p. 493-493.

⁵⁰ “Naturalmente, a quase totalidade das novas empresas [sic] era fantástica e não tinha existência senão no papel. Organizavam-se apenas com o fito de emitir ações e despejá-las no mercado de títulos, onde passava rapidamente de mão em mão em valorizações sucessivas. Chegaram a faltar nomes apropriados para designar novas sociedades, e inventaram-se as mais extravagantes denominações. [...] Ninguém se lembrava nunca de indagar a exequibilidade de uma empresa, das perspectivas de negócio. Tudo era apenas um pretexto para incorporação de sociedades, emissão de títulos e especulação.” (PRADO JÚNIOR, Caio. *História Econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008 – 49ª reimpr. da 1 ed. de 1945 -, p. 220).

⁵¹ FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. 12 ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2003, p. 252.

mercado de capitais.

Surgiu, então, certo clamor por maior rigor na vedação à difusão de informações falsas e pela imposição de obrigações legais de divulgação, que vieram a se tornar um dos pilares da regulação contemporânea de direito societário. A disciplina legal da informação, consistente no direito assegurado ao investidor de acesso à informação pertinente à companhia, foi, portanto, uma resposta dada à demanda crescente dos agentes de mercado.

Em atendimento e esta necessidade, as leis societárias passaram a garantir direitos de informação cada vez mais amplos aos acionistas. Surgiu, então, a supramencionada edição de leis federais norte-americanas proposta pelo Presidente Roosevelt, que culminou na criação da SEC, nos Estados Unidos, e influenciou o resto do mundo no que tange à disciplina de informações. No Brasil, a LSA e Lei nº 6.385, ambas de 1976, adotaram regras de divulgação de informações inspiradas no sistema desenvolvido naquele país.

A relevância da informação para o mercado de capitais traduz-se pelo efeito que ela gera e pela influência que ela exerce nos preços dos valores mobiliários. O valor presente das ações é diretamente influenciado pela perspectiva de seu valor futuro, porquanto uma das funções do mercado de capitais é permitir que, enquanto o emissor – a sociedade – conquista recursos de longo prazo, o investidor assuma um compromisso de curto prazo, podendo alienar seus títulos a qualquer tempo e, assim, obter o lucro esperado desde o início.

Para que o mercado de capitais seja desenvolvido deve apresentar uma importante característica, qual seja, a progressiva transparência e, conseqüentemente, a maior e melhor informação.⁵²

A motivação do investidor consiste na expectativa de investimento lucrativo, o que implica no fato de que a avaliação do preço do título e da companhia está condicionada à uma avaliação de risco de investimento. Este risco, por sua vez, será melhor calculado na medida em que forem disponibilizadas maiores e verídicas informações sobre a companhia, considerando que o acionista e o potencial investidor não têm o direito de se dirigir ao estabelecimento físico da sociedade para fazer uma avaliação direta do seu patrimônio e do seu desempenho.

A informação fornecida é o instrumento de cálculo do investimento, independentemente de qual seja o interesse do investidor na participação societária, e, por isto, apresenta especial importância no mercado de capitais. Nas palavras de Marcelo Vieira von Adamek:⁵³ “A

⁵² MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 47.

⁵³ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 171

informação é indispensável para que os acionistas possam manifestar-se com conhecimento de causa”.⁵⁴

Em virtude do nítido interesse público do qual está revestida, a informação passou a ser objeto da regulação estatal. Neste sentido, cumpre citar a escola clássica do interesse público vinculada à teoria da regulação da atividade econômica proposta por Calixto Salomão Filho⁵⁵, de acordo com a qual, havendo interesse público, resta justificada a intervenção estatal. Segundo o autor, a atuação do Estado nesta circunstância se faz necessária para garantir o desenvolvimento econômico, que só será possível quando houver uma adequada difusão do conhecimento. Neste ponto, entenda-se que a difusão do conhecimento no mercado de capitais abarca a difusão das informações relevantes sobre os negócios das companhias atuantes no mercado. Confira-se:

Entenda-se, assim, que, particularmente nessas economias, desenvolvimento econômico só pode ser obtido pela difusão de conhecimento econômico. A formação do conhecimento econômico já é naturalmente difusa na sociedade. Conseqüentemente, é a concentração excessiva do conhecimento que leva a graves ineficiências alocativas. [...] O segredo para o desenvolvimento está exatamente em descobrir um método para eliminar essas imperfeições estruturais através da difusão do conhecimento econômico. [...] É necessária uma propulsão apta a resolver ou minimizar os problemas estruturais dessas economias e, ao mesmo tempo, apta a difundir o conhecimento econômico.

Logo, havendo interesse público no regular funcionamento do mercado – cuja ocorrência está condicionada à existência de uma política de divulgação de informações que inspire a confiança do investidor-, legitima-se a regulação da informação mediante intervenção estatal.

Note-se que o interesse na transparência não pode ser unicamente reduzido à pretensão de eficiência econômica, assumindo, também, uma faceta moral. Estabelecem-se conjuntamente (i) o dever de divulgação de informações e (ii) a vedação à utilização da informação privilegiada de forma desonesta, para fins indevidos. A regulação da divulgação de informações evitaria, ainda, o desperdício decorrente do uso de recursos por diversos agentes para a obtenção de uma mesma informação, quando esta poderia ser providenciada de forma mais eficiente pela própria companhia aberta.⁵⁶ Por fim, a imposição do dever de divulgar informações garante a uniformidade na forma de disponibilização destas informações,

⁵⁴ O autor menciona: “Robert Charles Clark lembra que ‘os acionistas dificilmente podem exercer os seus direitos de vender ações, votar ou solicitar a outros que votem, e propor ações derivadas, de uma forma inteligente, menos que detenham informações adequadas sobre a sua empresa’ (*Corporate Law*, cit., §3.1.3., p.96; trad. livre.”.

⁵⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2 ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 32-50.

⁵⁶ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 50-52.

facilitando o seu acesso e a sua compreensão pelos investidores.

Assim, restam claras as razões que demonstram a pertinência da regulação estatal da informação. A disciplina da informação no mercado de capitais está intrinsecamente relacionada às regras gerais de informação das sociedades anônimas, sobre as quais se tratará a seguir.

2.4. Do Dever de Informar

Todas as sociedades estão submetidas, em maior ou menor medida, às regras relativas à informação. A LSA estabeleceu regras de divulgação de informações para as companhias em geral e, depois, sob a lógica de um sistema informativo mais rigoroso, para as companhias abertas. Inúmeros deveres gerais de divulgação de informação são impostos pela lei, os quais podem ser agrupados de acordo com as seguintes perspectivas, que são objetos do foco da norma, quais sejam: transmissor da informação, frequência, finalidade e destinatário.⁵⁷

A responsabilidade pela divulgação de determinadas informações é atribuída, ao longo da Lei nº 6.404/1976, não apenas ao administrador, mas também ao conselho fiscal (art. 165), acionistas e terceiros que mantêm relações contratuais com a companhia. À título de exemplo, é atribuída ao acionista controlador de companhia aberta e os demais acionistas que elegerem membro do conselho de administração a responsabilidade de informar, imediatamente, as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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.⁵⁸

Nesta linha, também é atribuída à diretoria o dever de disponibilização de informação, quando, ao fim de cada exercício social, deve apresentar demonstrações financeiras claras e que contenham informações específicas previstas em lei.⁵⁹ Sócios das sociedades interessadas

⁵⁷ Idem, p. 57.

⁵⁸ “Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

⁵⁹ “Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

[...] § 5º As notas explicativas devem: (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

I – apresentar informações sobre a base de preparação das demonstrações financeiras e das práticas contábeis específicas selecionadas e aplicadas para negócios e eventos significativos; (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

II – divulgar as informações exigidas pelas práticas contábeis adotadas no Brasil que não estejam apresentadas em nenhuma outra parte das demonstrações financeiras; (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

também podem ser compelidos a informar todas as condições que disserem respeito a operações societárias.⁶⁰ Ofertantes de oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta, e instituições financeiras garantidoras desta operação, por sua vez, têm a obrigação de publicar seu instrumento de oferta na imprensa, contendo todas as informações requeridas por Lei.⁶¹ Já aos agentes fiduciários dos debenturistas, impõe-se o dever de informar todos os fatos relevantes ocorridos durante o exercício no qual atuou.⁶²

No que concerne à frequência de divulgação, as informações podem ser classificadas em periódicas ou eventuais, sendo periódicas as informações que devem ser prestadas em períodos determinados, enquanto as eventuais devem ser prestadas pontualmente. As informações relacionadas às demonstrações financeiras e àquelas fornecidas em assembleia geral ordinária, a título de exemplo, são periódicas, enquanto o dever de divulgar fato relevante, por sua vez, é eventual, uma vez que sua existência está condicionada à ocorrência do fato.

A finalidade da prestação de informações é, primordialmente, promover a transparência

III – fornecer informações adicionais não indicadas nas próprias demonstrações financeiras e consideradas necessárias para uma apresentação adequada; e (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)”

⁶⁰ “Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá:

I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição;

II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;

III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;

IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;

V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;

VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação;

VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.”

⁶¹ “Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II - o preço e as condições de pagamento;

III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI - informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.”

⁶² “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.

§ 1º São deveres do agente fiduciário:

[...] b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função.”

nas relações da companhia, permitindo a correta avaliação da situação financeira da sociedade por credores, investidores e acionistas, podendo influenciar decisões políticas dos acionistas e decisões de investimento.

Os destinatários da informação também podem ser múltiplos, tomando posição de destaque, entre eles, os acionistas, a CVM e os agentes de mercado, estes dois últimos concomitantemente, de forma direta e indireta, respectivamente. São os acionistas os destinatários dos livros que devem ser exibidos por qualquer dos órgãos da companhia,⁶³ quando acionados; do direito de obter a relação de endereço de outros acionistas;⁶⁴ do direito de obter informações a serem prestadas previamente à assembleia geral;⁶⁵ e do direito de obter informações sobre a administração da companhia, a fim de fiscalizá-la.

Note-se que o dever de prestação de informação requerida pelo acionista deve ser cumprido em atenção ao seu direito essencial de fiscalização.

A CVM, por sua vez, é destinatária das informações cuja divulgação se faz necessária ao mercado, de forma geral, para avaliar as correntes condições da companhia, para que possa exercer devidamente a sua função fiscalizadora. Dentre os documentos de envio obrigatório, estão o acordo de acionistas; ata de assembleia geral; edital de convocação de assembleia geral; proposta de administração oriunda de assembleia geral; sumário de decisões firmadas em assembleia geral; códigos de conduta; justificativa de incorporação, cisão ou fusão e avisos aos debenturistas. Dentre os documentos de envio opcional, pode-se mencionar os calendários de eventos corporativos, demonstrações financeiras em padrão internacional e manuais de participação de assembleia geral.⁶⁶

As regras que estabelecem os membros da administração ou do conselho fiscal como destinatários de algumas informações têm como finalidade permitir o exercício de suas funções. As regras disciplinadoras da comunicação estabelecida entre os órgãos societários e os acionistas se firmam como de fundamental importância para a transmissão interna de

⁶³ “Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.”

⁶⁴ “Art. 126. [...] § 3º É facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente meio por cento, no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para os fins previstos no § 1º, obedecidos sempre os requisitos do parágrafo anterior.”

⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - *Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html>> Acesso em: 25 de maio de 2017

⁶⁶ A lista de documentos opcionais e obrigatórios, com classificação de frequência de envio, e feita conforme Instruções CVM nº 480/09, 481/09 e 358/02, está disponível em:

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – *Manual do Módulo IPE do Sistema Empresas.NET*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/companhias/Manual-Sistema-de-Envio-de-Informacoes-Periodicas-e-Eventuais.pdf>> Acesso em: 25 de maio de 2017

informações relativas a fatos relevantes, e para a condução destas informações aos responsáveis pela sua divulgação.

Após traçado o panorama geral relativo às regras de informações pertinentes às companhias, cumpre abordar as normas especificamente direcionadas às companhias abertas.

2.4.1 Do Dever de Informar do Administrador de Companhia Aberta

O dever de informação na companhia aberta se desdobra nas obrigações de prestar informações aos acionistas e ao mercado. As informações fornecidas podem dizer respeito à condição de existência da companhia aberta, às informações pertinentes ao andamento da companhia e às regras gerais.

Serão atinentes à condição de existência da companhia aberta as informações sobre aquisição e perda desta condição, ou seja, à constituição, ao fechamento de capital ou ao fim da companhia.⁶⁷ O foco destas informações é garantir ao titular dos valores mobiliários, ou potenciais investidores, a correta informação sobre o atual estado do acesso à poupança pública, possibilitando, assim, a preservação de seu patrimônio.

As obrigações específicas de divulgação de informações estão previstas nos artigos 116-A, 118, §5º, 155, 157, 165-A e 202, §4º, todos da LSA, e são disciplinadas por Instruções emitidas pela CVM, objeto deste trabalho.

Modificações de posições acionárias devem ser imediatamente divulgadas à CVM pelo administrador,⁶⁸ pelo acionista controlador e por aqueles que elegerem membros do conselho de administração e do conselho fiscal⁶⁹, e pelos membros do conselho fiscal, quando estes forem os titulares das ações.⁷⁰ É estipulado ao administrador, também, que divulgue, no relatório de administração, as disposições dos acordos de acionistas sobre política de reinvestimento de

⁶⁷ Previstos, respectivamente, nos artigos 82 e seguintes, 4º e 223, §3º da LSA.

⁶⁸ “Art. 157, [...] § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta 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, as modificações em suas posições acionárias na companhia.”

⁶⁹ “Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

⁷⁰ “Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

lucros e distribuição de dividendos.⁷¹ Há que se mencionar, ainda, o dever dos administradores de prestar informações à CVM na hipótese de não pagamento do dividendo obrigatório.⁷²

Os artigos 155 e 157, por sua vez, tratam especificamente da informação relevante para os negócios da companhia, que exercem influência sobre decisões de investimento. O artigo 155, §1º,⁷³ ao tratar do dever de lealdade, disciplina o dever de manter sigilo a respeito de informações que possam influenciar as cotações de seus títulos e tem relação direta com o dever de informar disposto no art. 157. Trata-se da vedação à utilização de informações privilegiadas para obter, para si ou para outrem, vantagem indevida mediante a compra ou venda de valores mobiliários, prática denominada *insider trading*.

Este dever de sigilo de informação relevante tem fundamento na própria estrutura da sociedade anônima, considerando que o administrador é gestor do patrimônio de terceiros, devendo agir unicamente em prol do interesse social. A restrição se justifica pela proteção a este interesse, por se tratar de uma vedação à atuação do administrador em atenção aos seus próprios interesses ou a interesses de terceiros.

Evidentemente, a obrigação de reserva se direciona às informações que não são de divulgação obrigatória por lei. Veja-se que a publicidade nem sempre será impositiva, o que demonstra uma preocupação legislativa direcionada, também, ao interesse social. Esta vedação encontra justificativas de ordem ética e econômica, porquanto não seria honesto obter vantagem em cima de um desequilíbrio informacional, bem como porque a negociação no mercado de valores mobiliários pressupõe a confiança no mercado e na boa formação dos preços. Este juízo coletivo é feito no pressuposto de que todos estão negociando em igualdade de informações. A possível negociação com informação privilegiada mina a confiança do investidor.⁷⁴

Já o artigo 157 da LSA, disciplina informações que devem ser divulgadas especificamente pelo administrador de companhia aberta. Os fatos que se pretende informar, com fundamento neste artigo podem ser classificados em (i) fatos cotidianos da companhia e (ii) fatos relevantes

⁷¹ “Art. 118. [...] § 5º No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembleia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia.”

⁷² “Art. 202. [...] § 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia.”

⁷³ “Art. 155. [...] § 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.”

⁷⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 836-837. v.1

ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Estas informações devem ser prestadas, conforme o caso, de ofício ou por provocação dos acionistas, podendo dizer respeito ao administrador ou à companhia aberta.

O cumprimento deste dever de informar atribuído ao administrador concretiza-se por meio da prestação de informações internamente, aos acionistas, e por meio da prestação de informações aos terceiros interessados, notadamente no que concerne ao fato relevante.

No que concerne aos fatos cotidianos da companhia, impõe-se, pela norma supramencionada, o dever de prestar a informação a respeito dos valores mobiliários detidos pelos administradores, a ser cumprido por ocasião da assinatura do termo de posse (art. 157, *caput*), a pedido de acionistas que representem 5% do capital social na assembleia geral ordinária, e imediatamente à CVM, bolsa de valores e entidades do mercado de balcão organizado (art. 157, §6º). Este tipo de informação se presta para demonstrar a extensão do interesse que o administrador possui na companhia e a evolução deste interesse ao longo do exercício.

Cumpra ao administrador, ainda, prestar informações a respeito de benefícios e vantagens auferidos, contratos de trabalho firmados com a diretoria e empregados de alto nível, bem como a divulgar, para determinado grupo de acionistas que requerer, atos ou fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia (art. 157, §1º). Esta previsão cuida dos direitos dos acionistas de obterem maiores informações sobre o negócio o qual financiam.

Toda esta disciplina da informação, existente na LSA, revela a importância do tema para as sociedades anônimas em geral, e, particularmente, pelas razões inicialmente expostas, para as companhias abertas e para o mercado de capitais. A tutela da informação é, portanto, imperativa. Tendo-a examinado de forma abrangente, compreendendo sua origem e motivação, cumpre conceituar o fato relevante de que trata o art. 157, §§ 4º e 5º da LSA, para que se possa compreender o dever de divulgação de fatos relevantes previsto no referido artigo.

3. DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE

Conforme relatado, as companhias abertas ganharam importância determinante para a estabilidade econômica, em virtude do papel captador e gerador de vultuosas cifras no mercado financeiro. O regular funcionamento de uma companhia aberta representa, assim, um dado importante na proteção do crédito público e na estabilidade econômica. Na medida em que crescem as companhias, aumentam os interesses a ela relacionados e, conseqüentemente, expande-se o universo de sujeitos interessados. Neste sentido, tornou-se necessário observar não apenas os interesses dos acionistas, mas também dos credores, operadores de mercado e investidores.

O dever de divulgar fato relevante, previsto no art. 157, §4º da LSA, é imposto ao administrador, que, atuando em nome da companhia, deverá estabelecer uma relação de comunicação eficaz ora destinada ao público em geral, e não exclusivamente aos acionistas.

Trata-se de um deslocamento importante da perspectiva da prestação de informação, tendo em vista a alteração de importante elemento de comunicação: o destinatário. O destinatário do referido dever é o público em geral, notadamente investidores e potenciais investidores atuantes no mercado de capitais, o que causa, conseqüentemente, uma mudança no objeto da informação e na finalidade de sua prestação.

A informação que se deve revelar ao mercado é substancialmente diferente daquela que deve ser prestada internamente, porquanto deve ser considerada como um “fato relevante”.

A LSA utiliza-se da expressão “fato relevante” ao (i) disciplinar a obrigação do agente fiduciário de informar os debenturistas (art. 68, §1º, b), (ii) estabelecer a matéria a ser revelada pelos administradores à assembleia geral ordinária (art. 157, §1º, e), (iii) delimitar o momento de apuração da titularidade das ações para o exercício do direito de recesso (art. 137, §1º),⁷⁵ e (iv) determinar o dever de divulgar ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia (art. 157, §4º).

Evidentemente, a expressão não possui o mesmo sentido em todas as normas – exatamente pelas diferenças relacionadas ao destinatário e a utilidade da informação para este destinatário -, sendo idênticos apenas o fato relevante objeto dos artigos 157, §4º e art. 137, §1º.

⁷⁵ “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas

[...]§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.”

Esta identidade se justifica porque o fato relevante sobre os negócios da companhia a ser levado à público, conforme exigência do art. 157, §4º, pode vir a ser aquele que ensejará o recesso de determinado acionista.

O fato relevante de que trata o art. 68, §1º, b, por sua vez, difere-se substancialmente daquele previsto nos dois artigos acima mencionados. A informação que deve ser dada aos debenturistas é aquela relativa ao cumprimento de obrigações assumidas pela companhia, aos bens dados em garantia e à constituição e aplicação do fundo de amortização.⁷⁶ De igual forma, o fato mencionado no art. 157, §1º, “e”, também não trata daqueles que devem ser levados à público, mas dos esclarecimentos que podem ser requeridos, em assembleia geral ordinária, por grupo de acionistas que representem 5% do capital social ou mais. O fato a ser divulgado para os acionistas não necessariamente será útil para o mercado de capitais como um todo.

A prestação de informação, portanto, pode se concretizar por meio da *divulgação de fatos relevantes aos investidores do mercado de capitais*. É desta obrigação que trata o art. 157, §4º, objeto deste trabalho, a partir da qual a lei acionária impõe aos administradores da companhia aberta o dever de comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-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.⁷⁷

Trata-se da institucionalização do dever de prestar informação destinada ao público em geral, e ao mercado de valores mobiliários em particular, que se constituiu, nas últimas décadas, como ponto basilar da política legislativa em relação às companhias abertas.⁷⁸

⁷⁶ “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.

§ 1º São deveres do agente fiduciário:

a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;
b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função”.

⁷⁷ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

[...] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-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.”.

⁷⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 857. v.1

A este respeito, importa ressaltar que os negócios da companhia ultrapassam o campo do interesse único das pessoas diretamente envolvidas com a empresa, atingindo o interesse público em geral. Todos os cidadãos, potenciais investidores, têm o direito de manterem-se informados do que ocorre no seio de determinada sociedade. O direito individual converteu-se em dever público.⁷⁹ O dever de divulgar é, então, acolhido como norma de interesse público elevada à categoria de elemento fundamental de luta contra o comportamento desonesto no mercado de capitais.

Para melhor compreensão deste dever do administrador, a justificativa de sua existência e importância, além das consequências do seu descumprimento, faz-se essencial analisar a definição do fato objeto de divulgação.

A definição de fato relevante adotada pelo direito brasileiro inspira-se no conceito e instituto desenvolvidos pelo direito norte-americano, que se encontram descritos, desde 1942, na regra 10 b-5 da SEC⁸⁰. O referido artigo veda a divulgação de informações falsas sobre um fato relevante, e, ainda, a omissão da companhia sobre o referido fato, o qual, nos termos do dispositivo legal, é denominado “*material fact*”. A partir desta norma, as questões que envolvem o dever de informar dos administradores e os casos de uso de informação privilegiada deixaram de ser analisados unicamente sob o prisma do dever de lealdade do *Common Law*, passando a ser classificados especificamente como dever próprio de prestação de informação.⁸¹

O fato a ser divulgado deve ser dotado de materialidade, relevância, importância para o mercado de capitais. A materialidade se coloca como ponto fulcral da informação⁸² desde o registro inicial da companhia e de ofertas até a prática de *insider trading*.⁸³

⁷⁹ Neste sentido, Calixto Salomão Filho aborda a Escola do Interesse Público como escola clássica sobre a regulação da atividade econômica, de acordo com a qual a presença do interesse público em determinada disciplina justifica, por si só, a regulação estatal. (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2 ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 49)

⁸⁰ “10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails of any facility of any national securities exchange

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”

⁸¹ QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos*. São Paulo: Saraiva: 2014, p. 120.

⁸² MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 105.

⁸³ Cumpre informar que a coibição ao *insider trading* nos Estados Unidos também é prevista no art. 16, (a) e (b) do *Securities Exchange Act*, de 1934. De acordo com o referido artigo, qualquer diretor, membro do Conselho de Administração ou detentor de 10% das ações da companhia aberta eu comprar e vender ações no período de seis meses deverá reverter quaisquer lucros auferidos para a companhia.

Sobre o conceito de materialidade, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis definiu, em seu Pronunciamento Conceitual Básico (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil Financeiro, que se trata do fator que torna a informação potencialmente influenciadora das decisões que o destinatário toma, depois que dela tomar conhecimento.⁸⁴

No mesmo sentido, a jurisprudência norte-americana definiu a informação provida de materialidade como aquela que exerce impacto sobre o investidor razoável, e que por ele possa ser considerada importante quando for decidir como votar, ainda que não necessariamente altere o seu voto. Assim o fez no julgamento do caso paradigmático *Basic Inc. v. Levinson* (485 U.S. 224)⁸⁵, julgado pela Suprema Corte em 1988.

Tratou-se de uma ação coletiva (*class action*) ajuizada por antigos acionistas contra a Companhia e os membros do seu Conselho de Administração em virtude da divulgação de declarações falsas, o que teria ocasionado a venda das ações, pelos autores, a preços artificialmente reduzidos. No caso, a companhia havia negado, enganosamente, a existência de negociações acerca de operação de fusão na qual estava envolvida. Nesta oportunidade, a Corte Americana de Apelação para o Sexto Circuito⁸⁶ reconheceu a dificuldade de se estabelecer

⁸⁴ "A informação é material se a sua omissão ou sua divulgação distorcida (*misstating*) puder influenciar decisões que os usuários tomam com base na informação contábil-financeira acerca de entidade específica que reporta a informação. Em outras palavras, a materialidade é um aspecto de relevância específico da entidade baseado na natureza ou na magnitude, ou em ambos, dos itens para os quais a informação está relacionada no contexto do relatório contábil-financeiro de uma entidade em particular. Consequentemente, não se pode especificar um limite quantitativo uniforme para materialidade ou predeterminar o que seria julgado material para uma situação particular." (Comitê De Pronunciamentos Contábeis - Pronunciamento Conceitual Básico (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro -Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf> Acesso em: 25 de maio de 2017

⁸⁵ "The Securities and Exchange Commission's Rule 10b-5, promulgated under § 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 (Act), prohibits, in connection with the purchase or sale of any security, the making of any untrue statement of a material fact or the omission of a material fact that would render statements made not misleading. In December 1978, Combustion Engineering, Inc., and Basic Incorporated agreed to merge. During the preceding two years, representatives of the two companies had various meetings and conversations regarding the possibility of a merger; during that time Basic made three public statements denying that any merger negotiations were taking place or that it knew of any corporate developments that would account for heavy trading activity in its stock. Respondents, former Basic shareholders who sold their stock between Basic's first public denial of merger activity and the suspension of trading in Basic stock just prior to the merger announcement, filed a class action against Basic and some of its directors, alleging that Basic's statements had been false or misleading, in violation of § 10(b) and Rule 10b-5, and that respondents were injured by selling their shares at prices artificially depressed by those statements. The District Court certified respondents' class, but granted summary judgment for petitioners on the merits. The Court of Appeals affirmed the class certification, agreeing that, under a "fraud-on-the-market" theory, respondents' reliance on petitioners' misrepresentations could be presumed, and thus that common issues predominated over questions pertaining to individual plaintiffs. The Court of Appeals reversed the grant of summary judgment and remanded, rejecting the District Court's view that preliminary merger discussions are immaterial as a matter of law, and holding that even discussions that might not otherwise have been material become so by virtue of a statement denying their existence." Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html>>. Acesso em 1º de junho de 2017

⁸⁶ Os circuitos referem-se à competência territorial da segunda instância, enquanto o sexto circuito abrange os

preciso grau de relevância da informação em negócios preliminares, admitindo que análise deveria ser feita casuisticamente, e ponderou que o impacto da informação na decisão do investidor configura-se como aspecto fundamental para que um fato seja considerado relevante.

Restou asseverado, ainda, que o conceito de relevância dependerá, em qualquer tempo, do equilíbrio entre ambas as probabilidades tanto de que o evento ocorra, quanto da magnitude do evento, à luz das atividades da sociedade. Por último, a Corte concluiu que a relevância dependeria da importância que um investidor razoável conferiria ao fato.⁸⁷

O ideal perseguido a partir desta política de divulgação de informações relevantes é o de transparência, ou, no termo utilizado pela legislação estrangeira, de “*full and fair disclosure*”, que visa atingir padrões éticos de conduta no mercado de capitais. Este ideal, materializado pela busca de simetria informacional, advém da Teoria do Mercado de Capitais Eficiente (*Efficient Capital Market Hypothesis*), de acordo com a qual o mercado absorve qualquer informação de forma imediata, e os preços das ações refletem o conjunto das informações disponíveis.

Desta noção depreende-se a necessidade de imposição, às companhias, de um dever de transparência.⁸⁸ Esta necessidade se dá em virtude da preponderância do entendimento de que, quanto mais completa for a informação que o investidor tiver sobre os negócios da companhia, mais adequado será seu julgamento acerca do título ofertado.

3.1. O Fato Relevante no Direito Brasileiro – Definição Legal e Elementos Constitutivos

Conforme mencionado, o direito brasileiro, assim como em outros países, adotou a noção de fato relevante difundida pelo direito norte-americano. O conceito veio a ser estabelecido pela primeira vez, no Brasil, por meio da Resolução CMN nº 88, de 1968, que pode ser considerada o nascedouro da definição do fato relevante no país.⁸⁹ De acordo com o documento, o elemento considerado relevante era aquele que “pudesse afetar os preços dos títulos ou influenciar decisões dos investidores”.⁹⁰

Posteriormente, o dever de divulgar fato relevante veio a ser abordado pela Lei nº 5.589/1970, que disciplinava a obrigação de disponibilização de informações adicionais pelas

estados norte-americanos de Kentucky, Michigan, Ohio e Tennessee.

⁸⁷ QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos*. São Paulo: Saraiva: 2014, p. 139.

⁸⁸ *Id.*, p. 115.

⁸⁹ PROENÇA, José Marcelo Marins. *Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 276.

⁹⁰ Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0088_v1_O.pdf> Acesso em: 25 de maio de 2017

companhias registradas em bolsa, e, por fim, a matéria veio a ser abordada pela Lei nº 6.404/76, a LSA.

Cumpra mencionar que a matéria também se encontra disciplinada pela Lei nº 6.385/76⁹¹, e pela Instrução CVM nº 358/2002, que dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante para negociações de valores mobiliários, estabelecendo vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

No que concerne ao dever de divulgar fato relevante, Nelson Eizirik ensina:⁹²

Deverá ser considerado fato relevante quando puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quanto o ato ou o fato puder provocar impacto no mercado de capitais.

A este respeito, ainda, Fábio Ulhoa Coelho comenta:⁹³

Pode ser fato relevante todo e qualquer evento econômico ou de repercussão econômica, a envolver a companhia, incluindo neste amplo conjunto as deliberações de seus órgãos societários, a realização ou não realização de determinados negócios, projeções de desempenho etc. Será relevante o fato se puder influir, de modo ponderável, na decisão de investidores do mercado de capitais, no sentido de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima. Quer dizer, se o administrador de companhia aberta, a partir de sua experiência profissional, constatar que os investidores, ao tomarem conhecimento de determinada notícia relacionada à sociedade que administra, optariam por realizar ou deixar de realizar certos negócios no mercado de capitais, então ele estará diante de um fato relevante, cuja divulgação é seu dever legal.

Para melhor ilustrar o dever de divulgação, a ICVM nº 358/2002 tratou, em seu art. 2º, como fato relevante: a decisão de acionista controlador, deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável: I) na cotação dos valores mobiliários de

⁹¹ “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: [...] VI - a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”

⁹² EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 41

⁹³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8 ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 275-276. v. 2

emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.⁹⁴

Deve-se ressaltar que o rol de eventos elencado pelo referido art. 2º não é exaustivo, mas apenas exemplificativo, e que tais fatos são considerados potencialmente – e não necessariamente – relevantes. Isto ocorre pois, embora certamente existam hipóteses que configurem fato relevante em qualquer companhia, o que é ou não fato relevante precisa ser verificado à luz da realidade de cada companhia, e do efeito que o evento específico causará sobre ela.⁹⁵

Esta análise casuística é recomendada pela própria CVM, considerando que a própria origem destas questões deixa espaço para subjetividades:⁹⁶

A Instrução 358/02 ainda complementa o art. 157, §4º, com uma lista exemplificativa de fato que, usualmente, são relevantes para uma companhia (ver art. 2º, § único). Essa lista, no entanto, nem exaure as possibilidades de fato relevante nem determina um fato relevante, sendo necessário, sempre, analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere.⁹⁷

Quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 2006/5928, do Rio de Janeiro, a autarquia definiu o fato relevante da seguinte forma:

Fato Relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer.⁹⁸

⁹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/300/inst358.pdf>> Acesso em: 25 de maio de 2017

⁹⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 858.

⁹⁶ OCHMAN, Renato. *Atos societários relevantes: a companhia e os investidores*. 1 ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 83

⁹⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2006/4776, relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza, julgado em 17 de janeiro de 2007*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100413_PAS_RJ200812216.pdf>. Acesso em: 13 de junho de 2017

⁹⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2006/5928, relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza, julgado em 17 de abril de 2007*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em: 20 de junho de 2017

A este respeito, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França⁹⁹ defendem, ao comentarem a Regra 10 (b)-5 da SEC, ainda, que não são quaisquer fatos relativos à companhia que devem ser revelados, mas somente aqueles que, por sua magnitude, puderem influenciar a decisão de um investidor sensato (*reasonable investor*) em negociar suas ações ou outros valores mobiliários.

A característica fundamental do fato relevante é, portanto, a capacidade de causar significativo impacto sobre a companhia e os negócios nos quais ela está envolvida. Deste modo, podem ser elevados à categoria de relevantes fatos internos ou externos, sendo importante a verificação do impacto que exercem.

Sobre o tema, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira¹⁰⁰ decompõem a definição legal em dois aspectos esclarecedores, quais sejam, (i) o fato de que o destinatário da informação não é apenas o acionista, mas o mercado em geral, e (ii) que não é a simples possibilidade de influenciar que determina a publicação do fato relevante, mas, antes, a possibilidade de influir de modo “ponderável” na decisão de investimento, o que requer um certo grau de certeza por parte dos administradores da companhia.

Em atenção à tutela da informação e ao princípio da publicidade legal da LSA,¹⁰¹ a finalidade do dever é informar o mercado de forma uniforme, combatendo a assimetria informacional. É adotado, ainda, como mecanismo mitigador da prática vedada do *insider trading* contra o investidor comum.

Neste Contexto, Fernando de Andrade Mota defende a existência dos seguintes elementos constitutivos do fato relevante objeto do artigo 157, §4º da LSA: (i) o investidor de mercado, (ii) a decisão de investimento e (iii) atos ou fatos ocorridos nos negócios da companhia.¹⁰²

Para o autor, o conceito de investidor tem sido utilizado de forma ampla, para abranger quaisquer pessoas que comprem ou vendam títulos em bolsa de valores ou mercado de balcão

⁹⁹AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. A noção de “fato relevante” e a necessidade de sua divulgação. In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 220

¹⁰⁰LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 858.

¹⁰¹ “O princípio da publicidade legal deve ser compreendido de forma abrangente. Contempla, de modo geral, as providências que visam tornar conhecidos fatos e atos jurídicos que interessam aos acionistas e a terceiros. Na regulação societária, a publicidade legal realiza-se por diferentes vieses destinados a esse fim, que correspondem aos comandos referenciados no título desse estudo: publicar, divulgar, disponibilizar e comunicar.” (GALIZZI, Gustavo Oliva. *Publicar, Divulgar, Disponibilizar e Comunicar: Anotações Sobre o Princípio da Publicidade Legal na Legislação Societária Brasileira*. In: WALD, Arnoldo; et alli. *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 401.

¹⁰² MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 104

organizado, independentemente de seus critérios objetivos. Todavia, é importante que se faça distinção entre investidor e especulador, bem como que se avalie características tais como profissionalidade, volume de operações e sofisticação, a fim de que seja possível compreender a decisão de investimento influenciável pela divulgação do fato relevante.

A decisão de investimento, por sua vez, usualmente decorre da análise de mercado feita pelo investidor, especialmente baseada no valor de mercado atribuído aos títulos. Será diretamente dependente da informação fornecida, na medida em que os valores dos títulos são alterados pelo conhecimento que o público tem da companhia.

Por fim, deve-se fazer distinção entre fatos cotidianos da companhia que diferem do ato ou fato relevante mencionados no art. 157, §4º da LSA, e pela ICVM 358/2002. Os fundamentos destes elementos constitutivos serão examinados a seguir.

3.2. Do Destinatário da Informação: O investidor e a Decisão de Investimento

O investidor de mercado é aquele que realiza operações de investimento com finalidade substancialmente lucrativa, por meio da compra e venda de valores mobiliários ofertados no mercado de capitais. Trata-se do agente cuja decisão de investimento deve ser considerada para definir o fato relevante.

A LSA não apresenta definição precisa para o conceito de “investidor”, mas para estabelecer esta definição deve-se considerar aspectos relevantes como a profissionalidade, o volume de operações e o grau de sofisticação empregado. O termo é aplicado frequentemente em sentido estrito, abrangendo tão somente quem negocia valores mobiliários a partir de determinada forma de análise de mercado, privilegiando a segurança e retornos de longo prazo.

O investidor pode ser classificado em passivo/defensivo ou ativo/empreendedor. O primeiro será aquele que, buscando evitar perdas e erros graves, adota uma política de investimentos conservadora e não necessariamente pretende se envolver com uma gestão complexa de seus ativos. Sua pretensão é obter um retorno financeiro seguro, de forma amena e estável. Seu objetivo secundário será se livrar de trabalho, aborrecimento e necessidade de tomar decisões com frequência. O segundo tipo trata aquele que possui vontade de dedicar tempo à seleção de títulos que sejam seguros e mais atraentes que a média.

Nesta acepção, cumpre fazer importante oposição entre o conceito de investidor e de especulador. Porquanto este, por sua vez, embora possa ser considerado como toda pessoa que aplica recursos no mercado de capitais, seja costumeiramente associado à intenção de obter

lucros elevados a curto prazo de qualquer maneira, podendo valer-se até mesmo de práticas desonestas.¹⁰³

Sobre esta distinção, Benjamin Graham estabelece um divisor de águas para a identificação desta distinção, qual seja, a definição da “operação de investimento”. Para o autor,¹⁰⁴ “uma operação de investimento é aquela que, após análise profunda, promete a segurança do principal e um retorno adequado. As operações que não atendem a essas condições são especulativas.”.

Disto, depreende-se que o investidor é aquele que realiza operações de investimento com base em análise profunda, pretendendo obter retorno financeiro dentro de determinada margem de segurança, cujo reconhecimento depende diretamente da análise do título ofertado e da companhia emissora. Os atos praticados pelo investidor, no exercício de sua função, atendem à definição de operação de investimento acima mencionada. A figura do especulador, por sua vez, é associada à do sujeito que aplica recursos no mercado de capitais sem que realize análise do valor mobiliário adquirido, buscando apenas lucro imediato a curto prazo, e podendo influenciar a oscilação de preços de forma arriscada e potencialmente duvidosa.

Segundo Benjamin Graham, a especulação pode ser pouco inteligente – tanto para o especulador, quanto para o mercado – quando o especulador acredita que está investindo e não compreende o trabalho que precisa empregar para que possa tomar decisões de investimento desejáveis. Por outro lado, nem sempre será maléfica, podendo ser vantajosa ao possibilitar a ascensão de companhias novas e não testadas, por exemplo, na medida em que o especulador é comumente mais capaz de tomar decisões arriscadas. Para proteger-se, cabe ao investidor saber reconhecer a existência permanente de um fator especulativo em sua carteira de ações, sendo tarefa sua manter esse componente dentro de limites estreitos e estar preparado financeira e psicologicamente para eventuais resultados adversos que possam ser de curta ou longa duração.¹⁰⁵

Existe, ainda, a figura do investidor qualificado, isto é, aquele que presumidamente possui um conhecimento superior sobre o funcionamento do mercado, e, com base nisto, realiza investimentos mais sofisticados, de modo profissional.¹⁰⁶ A noção de investidor qualificado se

¹⁰³ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 127

¹⁰⁴ GRAHAM, Benjamin. *O Investidor Inteligente*. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2017, p. 37

¹⁰⁵ *Idem*, p. 39/40.

¹⁰⁶ A Instrução CVM Nº 409, disciplinadora dos fundos de investimento, dispõe, em seu art. 109, que são considerados investidores qualificados: As instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM e regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal

opõe à do “investidor médio”, que seria aquele que não está nem no extremo de desconsiderar qualquer informação acerca da companhia, nem no de ter sua decisão influenciada por todo dado ou mínima oscilação em um ou outro indicador financeiro.¹⁰⁷

O destinatário da divulgação do fato relevante é precisamente o investidor médio ou comum – qualquer que seja a postura de investimento adotada por ele, passiva ou ativa –, desprovido de conhecimento especial, e que precise ser tutelado diante da assimetria informacional existente no mercado de capitais. E a proteção do investidor, que é objeto do dever ora estudado, comporta dois significados: a proteção do conjunto de investidores – abrangendo tanto os atuais quanto os potenciais -, e, ainda, a proteção dos interesses individuais de cada investidor.¹⁰⁸

O fato, então, será considerado relevante quando puder influenciar a decisão do investidor médio, vítima de condições desiguais de acesso à informação sobre a companhia aberta. Para a verificação da circunstância em que a decisão de investimento poderá ser afetada por fatos relacionados à companhia, cumpre delimitar no que consiste esta decisão.

A arte de investir bem reside na escolha de setores que têm mais probabilidade de crescer no futuro, e, em seguida, na identificação das sociedades mais promissoras nesses setores. Cumprirá ao investidor, portanto, para que tenha êxito, saber identificar qual é o melhor negócio e qual a melhor companhia para o investimento que pretende realizar. Esta é a única maneira de se realizar uma operação de investimento, conforme definição já descrita: mediante análise profunda do negócio exercido pela companhia, da precificação de seus ativos, da verossimilhança desta precificação, e de quais são as perspectivas futuras que a acompanham.

Para melhor compreensão do conceito de decisão de investimento adequada, cumpre estabelecer algumas premissas importantes: (i) o hábito de relacionar o que é pago com o que está sendo oferecido é um traço extremamente desejável nos investimentos, (ii) nem sempre o preço do valor mobiliário ofertado reflete fielmente o seu valor,¹⁰⁹ (iii) o futuro dos preços de

ou Municípios.

¹⁰⁷ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 124

¹⁰⁸ KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 36/37

¹⁰⁹ “Grande parte das vezes, o mercado é bastante preciso em sua avaliação dos preços da maioria das ações. Ao negociarem ações, milhões de compradores e vendedores fazem, na média, um trabalho estupendo de avaliação de companhias. Porém, às vezes, o preço não está correto; ocasionalmente está muito equivocado. Em tais momentos, você precisa entender a imagem do Sr. Mercado elaborado por Graham, provavelmente a metáfora mais brilhante já criada para explicar como as ações acabam tendo preços errados. O Sr. Mercado, maníaco-depressivo, nem sempre cota as ações da forma que um avaliador ou comprador privado avaliaria um negócio. Em vez disso, quando as ações estão subindo, ele paga acima do valor objetivo sem pestanejar, e quando elas estão caindo, ele fica desesperado para se livrar delas por menos que o seu valor verdadeiro. [...] O investidor inteligente não deveria ignorar inteiramente o Sr. Mercado. Em vez disso, você deveria fazer negócios com ele, mas apenas na medida em que ele servir a seus interesses. O trabalho do Sr. Mercado é fornecer preços; o seu é decidir se é vantajoso para você agir com base neles. *Você não precisa negociar com ele apenas porque ele constantemente suplica para que*

valores mobiliários nunca é perfeitamente previsível, e (iv) a arte do investimento habilidoso reside na escolha de um negócio estável e confiável.

Deste modo, é importante para a decisão de investimento que o investidor, além de simplesmente verificar o valor da ação e compará-lo com o que é divulgado nos veículos de comunicação não confiáveis sobre o status atual da companhia emissora, avalie aspectos relevantes, intrínsecos à persecução do negócio e à empresa relacionada àquela companhia.

Entenda-se: uma decisão de investimento saudável não pode se basear apenas nos novos lançamentos, em repentinas e mal fundamentadas notícias de êxito de determinada atividade, ou na sua ânsia pela obtenção de resultado médio a curto prazo. Não raro investe-se grandes doses de energia, estudo e capacidade, e acaba-se com prejuízos, pela simples ausência do entendimento de que as perspectivas óbvias de crescimento em um negócio nem sempre significam lucros óbvios. Para que se possa identificar as expectativas irreais fomentadas pelo mercado, é necessário avaliar profundamente a companhia e, principalmente, o andamento de seus negócios. Afinal, não importa o quanto as pessoas desejem comprar uma ação, o investidor só deverá comprá-la se ela for uma forma barata de possuir um negócio desejável.

A este respeito, Jason Sweig esclarece,¹¹⁰ em comentários feitos à clássica obra de Benjamin Graham:

Observe que investir, de acordo com Graham, consistem em três elementos igualmente importantes:

- Você deve analisar exaustivamente uma companhia e a saúde de seus negócios antes de comprar suas ações;
- Você deve deliberadamente proteger-se contra prejuízos sérios;
- Você deve aspirar a um desempenho “adequado”, não extraordinário.

Um investidor calcula o valor de uma ação com base no valor dos negócios a ela relacionados. Um especulador aposta que uma ação subirá de preço porque alguém pagará ainda mais caro por ela. Conforme Graham disse uma vez, os investidores julgam “o preço do mercado usando padrões de valor estabelecidos”, enquanto os especuladores “baseiam seus padrões de valor no preço do mercado”. [...] truques superficialmente vistosos para atingir resultados melhores do que o mercado são sempre os mesmos: por períodos curtos, contanto que sua sorte se mantenha, eles funcionam. Com o tempo, matarão você.

ocê o faça. Ao impedir que o Sr. Mercado se torne o seu amo, você o transforma em seu servo. Afinal, mesmo quando ele parece estar destruindo valores, ele os está criando em outro lugar. [...] A melhor forma de medir seu sucesso nos investimentos não é se você está superando o mercado, mas se você colocou em prática um plano financeiro e a disciplina comportamental que o possam levar aonde deseja chegar.” (GRAHAM, Benjamin. *op. cit.*, p. 244/251.)

¹¹⁰ GRAHAM, Benjamin. *op. cit.*, p. 55/57.

Nestes termos, o investidor inteligente nunca vende uma ação apenas porque seu preço caiu: Ele sempre pergunta primeiro se o valor intrínseco dos negócios da companhia mudou e, de igual forma, antes de investir, avalia aspectos importantes intrínsecos à companhia, como o histórico comprovado de lucratividade, a saúde das condições financeiras que a envolvem, sua solidez, a razoabilidade dos preços de suas ações. Entender que o desempenho das ações é diretamente proporcional ao andamento do negócio que está por trás delas é fundamental para a tomada de toda decisão de investimento.

A adoção desta metodologia pelo investidor possibilitará a segurança do principal, ainda que considerados os riscos inerentes a qualquer operação financeira, e um retorno adequado, que também são componentes da definição de operação de investimento ora destrinchada.

Ora, como conhecer a realidade dos negócios da companhia e analisar o reflexo desta realidade em seu valor intrínseco, ou, por via indireta, no preço do valor mobiliário? Através da obtenção das informações verdadeiras, que devem ser disponibilizadas aos investidores e potenciais investidores pela própria companhia.

A informação se mostra, assim, como o instrumento mais eficaz para a análise das ações e ponderação das decisões de investimentos, notadamente quando dizem respeito a fatos relevantes, ou seja, aqueles que, por sua natureza, influenciarão esta decisão. Afirmar que a operação de investimento depende da análise dos negócios da companhia significa afirmar que a decisão de investimento depende do conhecimento acerca dos fatos relevantes que afetam os negócios que gerarão os frutos esperados pelo investidor.

Ninguém deveria investir em uma companhia sem conhece-la. Nesse aspecto reside a importância do conhecimento e da simetria informacional, sobre a qual comenta William F. Mahoney:¹¹¹

A informação é a fonte de vida das relações com os investidores. Os profissionais não podem viver sem ela. A informação assume duas formas: a factual, expressa em números (quantitativa), que os analistas e investidores precisam para montar o seu acervo de dados, efetuar suas análises e tomar as suas decisões de investimento baseadas em fórmulas ou julgamento; e os insumos qualitativos, que habilitam os analistas e investidores a dar maior peso e significado a tais números e suas recomendações.

Os profissionais de relações com investidores precisam saber quais informações são básicas para a pesquisa e análise de investimentos; a informação específica, que vai além dos elementos básicos necessitados por cada analista e investidor; e precisam conhecer e compreender a sua própria empresa tão bem quanto qualquer executivo sênior.

¹¹¹ MAHONEY, William F. *Relação com investidores: o guia dos profissionais de marketing financeiro e comunicação*. Rio de Janeiro: IMF Editora, 1997, p. 42

Os dados fornecidos pela companhia terão importância significativa na escolha pela compra de ações. Convém abordar duas formas de análise de ações comumente adotadas, a partir das quais são tomadas as decisões de investimento: a análise fundamentalista e a análise gráfica.

A análise fundamentalista leva em conta os dados econômicos das companhias para avaliar o valor das ações, e, comparando este valor com o de mercado, formular as decisões de compra ou de venda. A análise gráfica busca identificar, com base nas cotações das ações, seus movimentos futuros, e a partir desta previsão decidir os investimentos.¹¹² Esta última forma de análise atribui papel secundário aos dados financeiros da companhia, preocupando-se unicamente com a oscilação dos preços, e não com os fatos que provocam tais oscilações.¹¹³

Evidentemente, qualquer método de análise que se vincular unicamente a gráficos, sem considerar as variáveis que incidem sobre os números indicados nestes gráficos, não se prestará para a decisão de investimento inteligente, conforme a teoria de Benjamin Graham. Entender o contexto no qual se insere a companhia e a forma como os fatos podem ser relevantes para ela constitui elemento fundamental para uma política de investimento bem-sucedida. Crer no contrário aproxima o sujeito que pretende investir à figura do mero especulador, que, se baseando em perspectivas irreais, acarreta um risco para seu próprio patrimônio e também para o regular funcionamento do mercado.

Deste modo, dentre os dois métodos apresentados, a análise fundamentalista se mostra como a mais eficaz, na medida que sugere o estudo das informações disponibilizadas pela companhia, a partir das quais será possível entender seu andamento, seu grau de confiabilidade e, conseqüentemente, o valor intrínseco do negócio.

Neste sentido, pode-se compreender que a decisão de investimento é decorrente da relação entre o valor de mercado e o valor estimado pelo investidor. Conforme o investidor estime o valor da companhia como superior ou inferior ao valor atribuído pelo mercado – e só poderá fazê-lo depois de conhecer e analisar o valor da companhia -, comprará ou venderá ações.¹¹⁴

A decisão de investimento, portanto, depende do valor atribuído à companhia. A falta de informação sobre ela acarretará prejuízos indesejáveis para o investidor.

¹¹² MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p 140.

¹¹³ CAMPOS, Roberto da Cunha. Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteira. In: CASTRO, Helio O. Portocarrero de. *Introdução ao Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 167.

¹¹⁴ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p 140.

De acordo com William Mahoney, é necessário que os administradores da companhia e responsáveis por relação com investidores se concentrem nos ingredientes vitais da avaliação da companhia, pois ela está se tornando a base de comunicação que pauta sua relação com os investidores. As companhias devem juntar as peças que formam o seu valor para chegar ao seu próprio valor e, a partir disto, convertê-los em preços das ações. O autor assinala que “o exercício da determinação do justo valor tem como objetivo propiciar uma discussão segura, que decorre de um denominador comum de compreensão e objetivos”.¹¹⁵

A LSA sugere alguns critérios de avaliação da companhia ao mencionar, em seu art. 4º, §4º, a realização de oferta pública por valor justo como condição para o cancelamento do registro de companhia aberta, quais sejam: avaliação do patrimônio líquido contábil; patrimônio líquido avaliado pelo preço de mercado; fluxo de caixa descontado; comparação por múltiplos e cotação de ações no mercado de valores mobiliários. Outros critérios podem ser: a verificação do tamanho da companhia; do grau de conservadorismo de seu financiamento; da sua taxa e histórico de dividendos; da força de sua posição financeira; da sua avaliação pelas entidades fiscalizadoras; e de um padrão de estabilidade razoável.

E, ainda, a relevância dos fatos pode ser medida de acordo com os efeitos patrimoniais que geram na companhia. Neste sentido, a CVM considerou, no julgamento dos Procedimentos Administrativos Sancionadores nº RJ2007/1079¹¹⁶ e RJ2006/4776,¹¹⁷ a vinculação do caráter

¹¹⁵ O autor lista, ainda, instrumentos e métodos de disseminação das informações e de conduta da comunicação, os quais se dividem em cinco grupos:

1. Materiais e veículos de comunicação obrigatórios e voluntários oriundos das companhias;
2. Contatos pessoais entre a ‘empresa’ e agentes da comunidade de investimentos através de visitas individuais, reuniões e telefonemas;
3. Distribuição eletrônica de informações;
4. Malas-diretas, organizadas por serviços externos para atingir públicos-alvo pré-determinados;
5. Presença nos meios de comunicação, com a revelação de ideias específicas ou retratando a imagem da empresa de determinada forma, o que pode ser feito por meio de reportagens ou publicidade. (MAHONEY, William F. *Relação com investidores: o guia dos profissionais de marketing financeiro e comunicação*. Rio de Janeiro: IMF Editora, 1997, p. 43/44)

¹¹⁶ “[...] No meu entender, portanto, verifico que o DRI da CVRD, ao fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que os empréstimos pudessem impactar a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia e optar por não divulgar os mesmos, agiu corretamente, uma vez que não houve comprovação de qualquer variação atípica no volume ou nos preços das ações de emissão da CVRD em razão dos Mútuos, seja na Bovespa seja na NYSE. Diante do exposto, entendo que o Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor Executivo de Relações com Investidores da Companhia Vale do Rio Doce, no que se refere aos empréstimos mencionados na acusação, não infringiu a regulamentação ao não divulgá-los.[...]”

No que se refere a negociação da participação acionária da CVRD na USIMINAS, deve ser perquirido se o dever de informar deveria ter sido relativizado em função do dever de sigilo. [...] No entanto, a exceção à divulgação não é absoluta e esta divulgação da informação é obrigatória, conforme o disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02 5, no caso da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”. (PAS RJ nº 2007/1079, Rel. Diretor Eli Loria, j. 10.07.2007)

¹¹⁷ “[...] Para o administrador, é mais fácil calcular essa probabilidade quando o impacto do “fato” sobre os negócios da companhia é direto. Por exemplo, a parada extraordinária de atividade em uma linha industrial da companhia é relevante se essa parada afetar significativamente as receitas, o resultado ou as demais operações da companhia.

relevante do fato com fatores como a oscilação dos preços das ações negociáveis ou o vulto econômico envolvido.

Cumprido mencionar que, se a informação afeta a decisão do investidor de adquirir títulos, estará afetando também a intenção de vender ou de manter suas ações, bem como poderá afetar a decisão do investidor de exercer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários, conforme preconiza o art. 2º, III, da ICVM 358/2002, que, neste ponto, ampliou a previsão da LSA.

Ademais, ressalta-se que o fato, para ser considerado relevante, deve exercer influência de caráter ponderável na decisão de investimentos. Por ponderável, entende-se que imponha um nível maior de certeza por parte dos administradores da companhia ao considerarem a existência de uma influência qualificada ou substancial.

Neste contexto, o fato relevante capaz de exercer esta influência, por definição, só poderá ser aquele que efetivamente ocorreu, não sendo exigível, e nem mesmo conveniente, a divulgação de motivos, intenções, preferências ou projeções. O requisito de influência ponderável permite ligar a ideia de fato relevante à de fato extraordinário na vida das companhias,¹¹⁸ porquanto os fatos ordinários são informados rotineiramente em assembleias e não necessariamente têm o condão de influenciar uma decisão de investimento.

O papel do administrador e de sua gestão são fundamentais para o sucesso da companhia, e, conseqüentemente, para que ela seja bem avaliada. Boas gestões produzem um bom preço médio de mercado e gestões ruins produzem preços de mercado ruins, de modo que o investidor também deve se atentar à funcionalidade dos órgãos responsáveis, e para que os administradores sejam responsabilizados na ocorrência de eventuais infrações à lei.

Para Benjamin Graham, a mesma rigidez adotada para a adoção de determinada política de investimentos deve ser logicamente aplicada, pelo investidor, para testar a eficácia da gestão de uma companhia e da qualidade de suas atitudes para com os proprietários do negócio. O bom

Outro exemplo, o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho para a companhia será relevante se o montante do ganho ou da perda for significativo em comparação ao patrimônio líquido da companhia 40 . Para completar esses dois primeiros exemplos, que se referiam, respectivamente, a um fato operacional e a outro patrimonial, podemos lembrar de um fato financeiro: a obtenção de um empréstimo pode ser relevante, embora seja, usualmente, um fato do dia a dia da companhia. Digo isso, pois o empréstimo pode ser a condição suspensiva para a conclusão de uma aquisição relevante já divulgada pela companhia ou uma condição necessária ao início da construção de um projeto industrial substancial também já divulgado pela companhia. Um empréstimo pode, ainda, ser suficiente para o equacionamento da situação de liquidez, que poderia levar a companhia à falência ou a requerer recuperação judicial, e que é de conhecimento dos investidores.”(BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2006/4776, relator Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, julgado em 17 de janeiro de 2007*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100413_PAS_RJ200812216.pdf>. Acesso em: 13 de junho de 2017)

¹¹⁸ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 163/174.

administrador de companhia aberta comunica honestamente seus problemas, tem planos para alocação de fluxo de caixa atual e futuro, tem ações da companhia, aloca capital de forma inteligente, constrói seus negócios a partir de dentro, estabelece objetivos realistas e está mais preocupado com o andamento do negócio do que com os preços das ações. Os administradores, responsáveis pela identificação e pela divulgação de fatos relevantes, precisam ser honestos com os acionistas, com a companhia e também consigo mesmos.¹¹⁹

¹¹⁹ GRAHAM, Benjamin. *op. cit.*, p. 55/57

4. O DEVER DE DIVULGAR FATO RELEVANTE E A NORMATIZAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A revelação de fato relevante tem sido o mais delicado elemento das relações com investidores desde que, há décadas, evoluiu a prática do investimento institucional em ações e a atividade de aquisição tornou-se uma parte maior da estratégia empresarial. Sob a influência do longo período de alta nas ações que ocorreu durante a década de 80, restou estimulada a interminável busca de retornos financeiros elevados por todos os protagonistas. A corrida atrás de lucros extraordinários e de comissões ficou fora de controle, com alguns investidores sucumbindo às tentações do uso de informação privilegiada para alcançar vantagens. Eis que surge, então, vigor renovado no policiamento do tratamento correto da informação, embora já fosse previsto normativamente.¹²⁰

O regime jurídico da divulgação de informações é composto por normas que disciplinam o mercado de valores mobiliários e por normas que integram o direito societário.¹²¹

Para Nelson Eizirik, há três questões básicas referentes à necessidade de se divulgar os fatos relevantes, quais sejam: (i) quando uma informação pode ser tida como relevante; (ii) em que momento a informação deve ser divulgada; (iii) em que circunstâncias a informação relevante pode legitimamente não ser objeto de divulgação.¹²²

A primeira questão refere-se essencialmente à definição de fato relevante, examinada no capítulo anterior. As preocupações atinentes ao momento e forma da divulgação, além da exceção à regra, serão comentadas a seguir. Antes, todavia, cumpre explorar aspectos inerentes à responsabilização do administrador pelo cumprimento do dever ora descrito.

4.1. A responsabilidade do administrador

A prática dos atos de gestão por parte dos administradores encontra, naturalmente, limites que podem ser (i) de ordem legal, isto é, se os administradores agem de modo contrário à lei, cometem ato ilícito e, portanto, ultrapassam os limites de sua discricionariedade, ou (ii) de ordem estatutária, porquanto o estatuto social irá determinar as fronteiras limitadoras da atuação dos administradores.¹²³

¹²⁰ MAHONEY, William F. *Relação com investidores: o guia dos profissionais de marketing financeiro e comunicação*. Rio de Janeiro: IMF Editora, 1997, p. 447/448

¹²¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 157. v. 3

¹²² *Id.*

¹²³ PATELLA, Laura A., et alli. Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores a acordo de acionistas. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Mercado de Capitais*

O sistema de responsabilidade dos administradores, de acordo com a legislação vigente, apresenta-se como freio e contrapeso à liberdade e discricionariedade destes profissionais, restando demonstrada a importância de manutenção do enfoque dos atos de gestão no interesse da sociedade, que deve ser a mola propulsora da exploração da atividade econômica.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira dispõem:¹²⁴

A responsabilidade dos administradores constitui-se, na pertinente constatação de Franzoni (1994, p. 2), na “garantia de que o exercício da administração seja exercido corretamente no interesse da sociedade”. É que, conforme a opinião de Orlando Gomes, “consumada a cisão entre propriedade e gestão, os administradores das sociedades anônimas, não só ocuparam posição-chave na vida econômica das comunidades, como vieram a acumular poderes imensos por lidarem com interesses de numerosas pessoas. Tornou-se, em consequência, imprescindível a ordenação legal da responsabilidade que devem ter pelos atos praticados no exercício da gestão que lhes incumbe”.

A primeira função deste sistema de responsabilidade civil dos administradores é, como ocorre na responsabilidade civil em geral, de reparação de danos por meio da recomposição patrimonial do lesado. A segunda função é a de controle de atuação dos administradores, os quais possuem importante poder decisório, decorrente de sua autonomia. Mediante este sistema, busca-se um importante equilíbrio entre poder e responsabilidade.¹²⁵

Assim, os administradores devem assumir a responsabilidade pela consequência de seus atos. Conforme explica Marcelo Vieira von Adamek, “o público compreenderia mal que homens de negócios pudessem dilapidar impunemente as economias dos acionistas ou dos credores sociais”.¹²⁶ Para o autor, a responsabilidade civil dos administradores pode pertencer a três ordens, a saber: perante a sociedade, os acionistas e os terceiros. Em todas as circunstâncias possíveis a responsabilidade será, em princípio, ilimitada, e regida por regras cogentes que não podem ser restringidas nem agravadas pelos estatutos sociais ou por contrato.

Em caso de descumprimento do dever de informar fato relevante, do qual resultem prejuízos ao acionista, tratar-se á de responsabilidade civil perante os acionistas. Por outro lado, deve-se considerar que o não atendimento à tutela destinada ao investidor causará, inevitavelmente, prejuízo ao terceiro investidor, cuja decisão de investimento pode vir a ser

Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 235/236

¹²⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias.* 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 870

¹²⁵ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada.* 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 158. v. 3

¹²⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas).* São Paulo: Saraiva, 2009, p. 193

manipulada pela ausência de divulgação de informações relevantes, ou mesmo pela divulgação feita equivocadamente.

Segundo a mesma doutrina, dois são os critérios possíveis para a definição da responsabilidade: sintético e analítico. O primeiro consiste na descrição abstrata e abrangente de deveres gerais, que, se descumpridos, gerariam dever de reparação do dano. No segundo deveria existir rol taxativo de deveres dos administradores e das condutas específicas das quais poderia advir sua responsabilidade. A vigente lei societária brasileira adotou forma mista, dando preferência ao critério sintético de apuração, por meio da enunciação legal, de forma abrangente, dos desdobramentos do dever de diligência outros deveres gerais.

O princípio básico desta responsabilização e da teoria que a fundamenta encontra-se no art. 158 da LSA,¹²⁷ segundo o qual “o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder, dentro de suas atribuições ou poderes, com dolo ou culpa, ou com violação à lei ou a estatuto.”

Nesta teia, o descumprimento do dever de divulgar informação relevante se situa no âmbito da violação à dispositivos lei, instrução da autarquia fiscalizadora¹²⁸ e, dependendo do caso concreto, até mesmo do estatuto.

¹²⁷ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”

¹²⁸ O fundamento para a atuação da CVM já foi identificado no art. 174 da Constituição Federal, onde é legitimada a competência estatal para edição de normas regulamentadoras da atividade econômica. Em complemento, a Lei nº 6.385/76 atribui competência ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e à CVM para disciplinar a matéria. Particularmente com relação à informação, o art. 4º, VI desta Lei inclui, dentre as finalidades do CMN e da CVM “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Para possibilitar o alcance deste fim, foi atribuída à CVM competência para regulamentar as matérias expressamente previstas na LSA (art. 8º, I), expedir normas sobre a natureza e a periodicidade da divulgação das informações (art. 22, §1º, I, V, VI e VII), fiscalizar a veiculação de informações (art. 8º, IV), determinar às companhias abertas que publiquem informações corrigidas ou aditadas (art. 9º, IV), prevenir ou

A responsabilidade de cada administrador será, ainda, individual, conforme disposto no art. 158, §1º, tendo em vista que só respondem pelos atos de outros administradores se forem coniventes, negligentes em descobri-los ou, deles tendo conhecimento, deixarem de agir para impedir sua prática. Nestes casos, para eximir-se de responsabilidade, deverá o administrador consignar as divergências ou dar ciência ao órgão da administração, ao conselho fiscal ou à assembleia. Só haverá responsabilidade solidária em relação aos atos necessários para o regular funcionamento da companhia, podendo haver restrições em companhia aberta, conforme §3º deste artigo.

Nos termos do art. 157, §4º, da LSA, o referido dever é atribuído aos administradores de companhia aberta, abrangendo os membros do conselho de administração e os diretores. Os mesmos deveres impostos aos administradores devem ser observados pelos órgãos “criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”, nos termos do art. 160 da mesma lei.¹²⁹

A ICVM 358/2002 impõe o dever de divulgar fato relevante a outras pessoas além dos administradores, em determinadas hipóteses. A título de exemplo, no caso da manutenção em sigilo de fatos relevantes, o parágrafo único do art. 6º¹³⁰ da Instrução impõe aos acionistas controladores e demais administradores a responsabilidade em conjunto pela divulgação no caso de a informação escapar ao controle, ou se ocorrer oscilação atípica. Em relação às ofertas públicas sujeitas a registro na CVM e de aquisição de controle na companhia aberta, os arts. 9º¹³¹ e 10º¹³² da Instrução impõem o dever, ainda, ao ofertante e ao adquirente. Adicionalmente,

corrigir situações anormais de mercado por meio da divulgação de informações ou recomendações (art. 9º, §1º, III), e, finalmente, para recompedir normas a respeito da divulgação de fatos relevantes (art. 22, §1º, VI). (MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 87)

¹²⁹ “Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.”

¹³⁰ “Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

¹³¹ “Art. 9º. Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deverá divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3º desta Instrução.”

¹³² “Art. 10. O adquirente do controle acionário de companhia aberta deverá divulgar fato relevante e realizar as comunicações de que trata o art. 3º, na forma ali prevista.”

o art. 12, §5º¹³³ impõe a divulgação a quem adquirir participação acionária relevante. Nestes casos, o fundamento do dever reside especificamente na competência normativa da CVM.¹³⁴

Fora destas hipóteses, a obrigação é, primordialmente, de responsabilidade do diretor de relações com os investidores, e a existência deste cargo é imposta pela CVM.¹³⁵ Se inexistente esta figura, nada impede que outro administrador assuma a responsabilidade.

O diretor de relações com os investidores, por sua vez, é aquele que, primordialmente, possui a responsabilidade pela divulgação da informação relevante, nos termos da ICVM 358/2002, art. 3º.¹³⁶ É a este administrador que cabe, então, o principal juízo a respeito da existência ou não de fato relevante e a oportunidade de sua publicação.

Neste sentido, cumpre mencionar que a função precípua deste diretor é a de assumir a atribuição específica relacionada às obrigações de divulgação de informação, mesmo que esta atribuição não conste no estatuto social da companhia.¹³⁷ A ele é atribuído, ainda, pela ICVM mencionada, o dever de zelar pela ampla e imediata disseminação do fato relevante divulgado, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação, não obstante seja possível que, na ausência deste, outro administrador possa assumir esta obrigação.

Adicionalmente, devem os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas

¹³³ “Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

[...] § 5º Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável, o adquirente deve, ainda, promover a divulgação, no mínimo, pelos mesmos canais de comunicação habitualmente adotados pela companhia, nos termos do art. 3º, § 4º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos I a VI do caput deste artigo.”

¹³⁴ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 187

¹³⁵ “Art. 42. Os administradores do emissor têm o dever de zelar, dentro de suas competências legais e estatutárias, para que o emissor cumpra a legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

[...] Art. 44. O emissor deve atribuir a um diretor estatutário a função de relações com investidores.

§ 1º O diretor de relações com investidores pode exercer outras funções executivas.

[...] Art. 45. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM Nº 480/2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 20 de junho de 2017)

¹³⁶ “Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação”

¹³⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 863.

criados por disposição estatutária, comunicar ao diretor de relações com investidores qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia de que tenham conhecimento. Na hipótese de ser constatada a omissão deste diretor, conforme dispõe o art. 3º, §2º da ICVM 358/2002, que aqueles só se eximirão de responsabilidade caso comuniquem o fato à CVM.

4.2. Tempo, Forma e Lugar da Divulgação

A divulgação do fato relevante deve ser imediata, em virtude do ponderado receio de que determinados investidores possam ter acesso à informação antes de outros, ou até mesmo tomar decisões de investimentos equivocadas, em virtude da ausência de informação. A urgência na divulgação se justifica, pois, sem isso, (i) o fluxo de ordens ou a cotação dos valores mobiliários da companhia aberta estariam baseados em informações desatualizadas, ou, (ii) uma vez ausentes os dados relevantes, o mercado poderia ser levado à uma má formação do preço do valor mobiliário em questão.

Ademais, o fato relevante tem um caráter de excepcionalidade e urgência, na medida em que altera materialmente as expectativas dos acionistas e investimentos, bem como as informações conhecidas sobre a companhia.

No que concerne ao modo da divulgação, deverá o diretor de relação com investidores enviar qualquer ato ou fato relevante por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam emitidos à negociação.

O fato relevante também deverá ser divulgado em um dos canais de comunicação sugeridos na ICVM 358/2002, em seu art. 3º, §4º, quais sejam: jornal de grande circulação ou portal de notícia com página na rede mundial de computadores que possa ser acessado gratuitamente. A CVM admite que a publicação feita em jornal possa ser resumida, desde que seja indicado no anúncio que a informação completa, disponível a todos os investidores, em teor idêntico ao remetido para a CVM, está em sítio eletrônico da rede mundial de computadores.

Exige-se que a divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, mesmo que de forma resumida, sejam feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público

investidor.¹³⁸ A informação deve ser completa, ou seja, conter os elementos necessários para a avaliação do efeito do fato divulgado nos negócios da companhia, de forma a permitir aos investidores que tomem, de forma racional e consciente, suas decisões de investimento. Este é um requisito de extrema importância para a eficácia da norma, porquanto possibilitará efetivo acesso do investidor (o tutelado), à informação, possibilitando o alcance da desejada simetria informacional.

4.3. Exceção ao Dever de Divulgar – Interesse Legítimo da Companhia

A lei acionária autoriza a recusa à divulgação da informação considerada relevante nos casos em que a revelação possa pôr em risco o interesse legítimo da companhia. Assim dispõe o art. 157, §5º da LSA, nos seguintes termos:

Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

O elemento chave para a recusa justificada à revelação é a existência de um interesse legítimo da companhia na preservação desta informação. Trata-se de uma cláusula de proteção, que visa a equilibrar o direito à informação dos acionistas, e não a trata-lo de forma absoluta. Na hierarquia das proteções que compõem o direito das companhias está em primeiro plano a proteção da própria companhia. A proteção dos acionistas, de uma forma geral, só tem lugar à medida que não possa pôr em risco o tão zelado interesse da companhia.¹³⁹

Esta circunstância poderá ocorrer, por exemplo, quando a revelação da informação puder comprometer a conclusão de uma negociação em andamento, ou quando tratar-se de segredo industrial, que poderá favorecer a concorrência em detrimento da companhia. Trata-se de uma decisão empresarial, competindo aos administradores tomar o devido cuidado de se informarem e de que não ocorra o vazamento de informação.¹⁴⁰

¹³⁸ ICVM 358/2002, Art 3º, §5º: “A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.”

¹³⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 857

¹⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 158. v. 3

Todavia, frise-se que a situação de exceção não se mantém caso a informação escape ao controle da companhia ou ocorra oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia. Se determinada informação passar a ser objeto de rumores ou boatos que circulem no mercado, é dever da administração da companhia prestar declaração clara, confirmando a notícia ou não.¹⁴¹

Por sua natureza excepcional, o exercício do direito de recusa, pelo administrador, deverá ser fundamentado, razoável e justificado. Havendo dúvida sobre a conveniência da revelação, o diretor poderá submeter a matéria ao conselho de administração, cujos membros, por sua vez, poderão submetê-la à deliberação em assembleia geral. Caso se delibere pela prestação de informação, nenhuma responsabilidade poderá ser imputada ao administrador.

¹⁴¹ ICVM 358/2002, Art. 6º: “Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”. Neste sentido, veja-se, ainda, o conteúdo da Nota Explicativa CVM nº 28/84:

“Quando houver boatos ou rumores no mercado que estejam afetando a negociação dos valores mobiliários da companhia, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento. A LEI Nº 6.404/76 atribui aos administradores o dever não só de guardar sigilo, como também o de zelar para que pessoas que estejam sob suas ordens, ou gozem de sua confiança (por exemplo: qualquer pessoa que no exercício de suas atividades profissionais, tenha acesso a informações sobre circunstâncias técnicas, comerciais ou financeiras da companhia) guardem, igualmente, sigilo e não se utilizem das informações acerca de ato ou fato relevante de que venham a ter conhecimento, com o fim de obter para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com os valores mobiliários emitidos pela companhia.

[...]A Instrução estende ao acionista controlador o dever de guardar sigilo sobre atos ou fatos relevantes de que tenha conhecimento em razão da posição que ocupa dentro da companhia. Tendo em vista que a lei societária determina que tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa e para com a comunidade em que atua (art. 116, Parágrafo único da LEI Nº 6.404/76), nada mais lógico que atribuir-lhe, expressamente, o dever de manter sigilo quanto a informações relevantes ainda não divulgadas ao Mercado.”.(Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/nota/nota028.html>>. Acesso em: 8 de junho de 2017)

5. DAS SANÇÕES AO DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE INFORMAR

A violação do dever de divulgação de fato relevante deverá ser apurada a partir dos padrões normais de responsabilidade, ponderadas as dificuldades na identificação do fato relevante. Em julgamento, deve-se considerar as informações disponíveis para o administrador no momento da decisão de divulgar, e as circunstâncias nas quais a decisão foi tomada.

Neste contexto, se o administrador, num juízo adequado, entendeu, de boa-fé, ser dispensável a divulgação, não deverá ser punido.¹⁴² Em tal regra, pode-se verificar a presença da influência da teoria americana da *business judgement rule*, de acordo com a qual a decisão informada, refletida e desinteressada não deve ser punida pelos tribunais.¹⁴³ Trata-se de uma noção criada pela jurisprudência norte-americana como um limite para a responsabilização do administrador que, por mais que esteja suscetível a erro, procede regularmente no exercício de sua função, bem como limite para a revisão das decisões negociais, se forem tomadas por administrador de boa-fé.

Todavia, o descumprimento de dever por administrador desprovido de boa-fé pode acarretar a aplicação de penalidades pela CVM. O art. 9º, V da Lei nº 6.385/76¹⁴⁴ atribui poderem à CVM para apurar atos ilegais e práticas não equitativas dos participantes do mercado. Por meio da instauração de procedimento administrativo, as penalidades aplicáveis podem ser advertência, multa, suspensão ou inabilitação temporária e proibição de participar de determinadas operações.¹⁴⁵

¹⁴² LSA: “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

[...] § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.”

¹⁴³ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 229

¹⁴⁴ “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

[...]V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”.

¹⁴⁵ Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

Em se tratando de infração de natureza grave, assim classificadas nos termos do art. 1º da ICVM nº 491/2011, as penalidades aplicáveis podem ser a inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal, e para o exercício das atividades tratadas na Lei nº 6.385/76; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a referida Lei; proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar em qualquer modalidade de operação do mercado de valores mobiliários; ou, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações.¹⁴⁶

Às infrações não gravosas, de forma geral, aplicam-se penalidades de advertência ou multa, pois a aplicação de penalidade mais gravosa dependerá diretamente da existência de reincidência ou da caracterização da infração como grave.

Sobre este ponto, cumpre mencionar que, embora o art. 18 da ICVM 358/2002 indique que a violação de qualquer um de seus dispositivos deva ser considerada como infração grave, a ICVM 491/2011 não inclui, no rol de infrações graves mencionadas em seu art. 1º, a violação ao dever de divulgar fato relevante. Isto demonstra a necessidade de que a autarquia preste, com clareza, esclarecimentos sobre a classificação deste dever, para fins de verificação das penalidades aplicáveis.¹⁴⁷

Na prática da CVM, é possível que as partes firmem Termo de Compromisso por meio do qual é fixado um valor de indenização que é destinado ao mercado de capitais como um todo, por meio de pagamento à CVM.

Cumpre informar que, em casos como estes, a sanção de natureza civil pode vir a ser insuficiente. Em certas circunstâncias, a violação do dever de divulgar fato relevante poderá acarretar responsabilidade criminal. É o caso da imposição, pelo art. 177 do Código Penal, de pena de reclusão de 1 a 4 anos e multa a quem divulga informação falsa ou oculta fato relativo à sociedade por ações, no contexto de sua fundação. A mesma pena é aplicada na hipótese de declarações falsas ou omissão fraudulenta em comunicação ao público.¹⁴⁸

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

¹⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 491/2011*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst491.html>>. Acesso em: 20 de junho de 2017

¹⁴⁷ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução. Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.”

¹⁴⁸ Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembleia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

Ainda no âmbito penal, a Lei nº 1.521/51 dispõe, dentre os crimes contra a economia popular, sobre condutas que podem envolver descumprimento de dever de informar adequadamente.¹⁴⁹

Contudo, faz-se necessário ressaltar que a aplicação da lei penal não ocorrerá necessariamente, sendo requisitos para tanto a ocorrência de divulgação de informação falsa ou omissão fraudulenta. Por outro lado, também é considerado crime a utilização de informação privilegiada não divulgada.¹⁵⁰

O descumprimento do dever de revelar o fato relevante pode acarretar, ainda, na aplicação de sanções por entidades privadas, tais como o desligamento de associações ou a perda de elos de qualidade. A título de exemplo, no âmbito do Novo Mercado da BM&FBovespa, hoje sucedida pela B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, são impostas obrigações específicas de divulgação, embora não particularmente de fatos relevantes. As consequências são aplicação de multas, suspensão e mesmo exclusão da negociação naquele segmento.¹⁵¹

Para melhor apuração das consequências usualmente aplicáveis pela CVM, segue abordagem sintetizada de alguns julgados proferidos pelo colegiado da autarquia.

O PAS CVM n. RJ2008/12216¹⁵² tratou de procedimento administrativo sancionador instaurado contra o diretor-presidente e contra o diretor de relações com investidores da

§ 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular:

I - o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo.”

¹⁴⁹ “Art. 3º. São também crimes desta natureza:

[...] VI - provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício;

VII - dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas;

[...] IX - gerir fraudulenta ou temerariamente bancos ou estabelecimentos bancários, ou de capitalização; sociedades de seguros, pecúlios ou pensões vitalícias; sociedades para empréstimos ou financiamento de construções e de vendas e imóveis a prestações, com ou sem sorteio ou preferência por meio de pontos ou quotas; caixas econômicas; caixas Raiffeisen; caixas mútuas, de beneficência, socorros ou empréstimos; caixas de pecúlios, pensão e aposentadoria; caixas construtoras; cooperativas; sociedades de economia coletiva, levando-as à falência ou à insolvência, ou não cumprindo qualquer das cláusulas contratuais com prejuízo dos interessados;

X - fraudar de qualquer modo escriturações, lançamentos, registros, relatórios, pareceres e outras informações devidas a sócios de sociedades civis ou comerciais, em que o capital seja fracionado em ações ou quotas de valor nominativo igual ou inferior a um mil cruzeiros com o fim de sonegar lucros, dividendos, percentagens, rateios ou bonificações, ou de desfaltar ou de desviar fundos de reserva ou reservas técnicas.

Pena - detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos, e multa, de vinte mil a cem mil cruzeiros.”

¹⁵⁰ Lei nº 6.385/76. Artigo 27-D: “Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

¹⁵¹ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.*, p. 240

¹⁵² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2008/12216*, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 13 de abril de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100413_PAS_RJ20081221

Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, instaurado para apuração de responsabilidades pela divulgação de informações relevantes da companhia antes que estas fossem comunicadas ao mercado. Nestes autos, a CVM requereu que fossem prestados esclarecimentos e divulgado fato relevante, depois de ter tido ciência sobre notícia relacionada às pretensões da companhia na realização de investimento de R\$ 2,2 bilhões. Os esclarecimentos ou divulgação não foram realizados, de modo que o procedimento foi instaurado.¹⁵³

Neste caso, o relator Diretor Otavio Yasbek esclareceu que “o que se espera da administração é que faça um juízo cuidadoso, a fim de determinar quais eventos podem ter o condão de alterar o conteúdo da relação entre o investidor e o emissor de valores mobiliários”. Apontou, ainda, que caberia ao diretor de relações com os investidores a divulgação da informação, bem como informar a CVM sobre eventual manipulação de informação feita pela administração da companhia. Aos diretores, aplicou-se a penalidade de advertência e multa no valor de R\$ 200.000,00.

Em outro julgamento, nos autos do PAS CVM nº RJ2009/16,¹⁵⁴ apurou-se a ausência de divulgação, pela Vulcabrás S.A, da pretensão de aquisição do controle da Calçados Azaléia S.A. Ao presidente do conselho de administração da Vulcabrás S.A e ao seu diretor de relações com investidores foram aplicadas multas nos valores de R\$ 50.000,00 e R\$ 100.000,00, respectivamente.

Em seu voto, o relator Diretor Aleksandro Broedel salientou não ser necessária a completa certeza do negócio para que surja um fato relevante. Esse se caracteriza, entre outros, por qualquer "ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados". No caso em análise, a mera intenção de adquirir o controle da Azaléia já podia ser considerada um fato relevante, nos termos da norma vigente.

Ademais, restou esclarecido que um fato relevante pode ser mantido em sigilo para preservar interesse legítimo da companhia. Todavia, mesmo nessa hipótese, o fato relevante deve ser divulgado caso a informação escape ao controle da companhia ou caso ocorra oscilação

6.pdf>. Acesso em: 13 de junho de 2017

¹⁵³ QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos*. São Paulo: Saraiva: 2014, p. 252/258

¹⁵⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2009/16, Dir. Relator Alexandro Broedel Lopes, julgado em 6 de dezembro de 2011*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111206_PAS_1609.pdf>. Acesso em: 13 de junho de 2017

atípica na cotação dos valores mobiliários. É o que dispõe o art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002. Por fim, o relator enalteceu que (ii) a infração praticada é considerada grave, nos termos do artigo 18 da Instrução CVM nº 358/02; e (iii) compete ao diretor com relações com investidores a atribuição específica de divulgar informações de uma companhia aberta.

Já no julgamento do PAS CVM Nº RJ2007/1079,¹⁵⁵ o diretor Pedro Marcílio consignou, em sua declaração de voto, o entendimento de incumbir a todos os administradores o dever de divulgar, pois o art. 157, §4º não restringiria a responsabilidade ao diretor de relações com investidores. Mencionou, ainda, a obrigação dos administradores de comunicar eventual omissão do diretor de relações com investidores à CVM.

Ao fim, o acusado, ex-diretor executivo da Companhia Vale do Rio Doce, foi absolvido da imputação de não divulgação de fatos relevantes referentes a dois empréstimos concedidos para a sua acionista controladora. Entretanto, a ele foi aplicada multa pecuniária de R\$ 100.000,00, pela não divulgação tempestiva de fato relativo à alienação de parte da participação da Companhia na USIMINAS.

Existe uma tendência da autarquia na aplicação de penalidade por meio de imposição do dever de pagar multa cominatória como forma de sanção diante de violação ao art. 157, §4º da LSA, para reprimir tal prática. A rigidez na aplicação destas sanções é, sem dúvidas, necessária e relevante para a tutela da informação e, conseqüentemente, para possibilitar o fomento às políticas de investimento e a contínua evolução do modelo econômico vigente.

¹⁵⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Procedimento Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2007/1079, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 10 de julho de 2007*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070710_PAS_RJ20071079.pdf>. Acesso em: 13 de junho de 2017

6. CONCLUSÃO

A análise do desenvolvimento histórico das companhias abertas, que se caracterizam como o instrumento mais eficaz de conjunção de esforços e acumulação de riquezas no modelo econômico vigente, revela, desde os primórdios, a importância e a necessidade da tutela da informação. A busca pela extinção das práticas desonestas indubitavelmente proporcionou maior confiabilidade para o mercado financeiro, e, via de consequência, se mostrou como um incentivo às políticas de investimento essenciais para o modelo econômico vigente.

Neste contexto, a adequada distribuição da informação sobre a realidade das companhias emissoras de valores mobiliários é medida que se impõe, fato que justifica a intervenção estatal para a regulação do dever de divulgação de informações, tanto por meio da lei societária quanto por meio da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável pela fiscalização do funcionamento do mercado de capitais. A simetria informacional é condição de existência do próprio mercado. 0

O dever de divulgar fato relevante está relacionado a outros deveres impostos aos administradores de companhia aberta, e é imposto unicamente a ela. As companhias abertas, por sua vez, estão sujeitas a outras regras particulares de divulgação de informações, como aquelas impostas pelas bolsas de valores, mercado de balcão, regras de governança corporativa e disposições estatutárias.

O conceito de fato relevante adotado pelo direito brasileiro é inspirado no conceito desenvolvido pelo direito norte-americano, que consiste no fato que possa exercer influência ponderável nas decisões de investimento tomadas pelo investidor médio. Os elementos constitutivos deste fato são, portanto: o investidor de mercado, a decisão de investimento e os atos ou fatos ocorridos nos negócios da companhia.

Embora a definição de investidor de mercado não tenha sido trazida pela lei societária brasileira, deve ser considerado como investidor aquele que realiza operações de investimento com base em análise profunda dos negócios de determinada companhia, para, pretendendo obter retorno financeiro dentro de determinada margem de segurança, adquirir valores mobiliários por ela emitidos.

É comum que se confunda a figura do investidor com a do especulador, cumprindo esclarecer a substancial diferença entre eles: Enquanto o investidor toma decisões de investimento com base na análise dos negócios da companhia, a figura do especulador, por sua vez, é associada à do sujeito que aplica recursos no mercado de capitais sem que realize análise

do valor mobiliário adquirido, buscando apenas lucro imediato a curto prazo, e podendo influenciar a oscilação de preços de forma arriscada e potencialmente duvidosa

A decisão de investimento que vem a ser tomada por este investidor, fundamental para a compreensão do fato relevante, decorre da análise de mercado feita por ele, especialmente baseada no valor de mercado atribuído aos títulos. Será diretamente dependente da informação fornecida, na medida em que os valores dos títulos são alterados pelo conhecimento que o público tem da companhia.

Pela LSA, a responsabilidade pela divulgação de informações relevantes é atribuída unicamente aos administradores, e, pela regulamentação da CVM, especialmente aos diretores de relações com investidores. Outros agentes, todavia, poderão ser responsabilizados pela autarquia, caso tomem ciência do fato relevante não divulgado e não o informem à CVM.

O fato relevante, quando existir, deverá ser divulgado imediatamente, de forma clara e precisa, tanto por meio eletrônico quanto pela publicação em jornal, em atendimento ao procedimento previsto no ICVM 358/2002. A única exceção a esta regra está prevista no art. 157, §5º, e consiste no direito à manutenção do sigilo quando a divulgação for afetar os interesses da companhia.

A não divulgação de tal fato acarreta a responsabilidade civil dos administradores, e tal descumprimento poderá ser punido no âmbito administrativo pela CVM.

Pela abordagem do tema, nota-se que a existência e a fiscalização do cumprimento do dever de informar exerce papel fundamental para a manutenção da eficácia da atuação das companhias abertas na conjuntura econômica global.

1. REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009

ASCARELLI, Tullio. *Usos e Abusos das Sociedades Anônimas*. In: Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941. v. 88

AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. A noção de “fato relevante” e a necessidade de sua divulgação. In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009

AKERLOFF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: *Explorations in Pragmatic Economics*. New York: Oxford University Press, 2005

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html>> Acesso em: 25 de maio de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – *Manual do Módulo IPE do Sistema Empresas.NET*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/companhias/Manual-Sistema-de-Envio-de-Informacoes-Periodicas-e-Eventuais.pdf>> Acesso em: 25 de maio de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/300/inst358.pdf>> Acesso em: 25 de maio de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM Nº 480/2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 20 de junho de 2017

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 491/2011*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst491.html>>. Acesso em: 20 de junho de 2017

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Editora Atlas S/A, 1999.

CAMPOS, Roberto da Cunha. Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteira. In: CASTRO, Helio O. Portocarrero de. *Introdução ao Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 167

CARVALHOSA, Modesto. *A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador*. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 230. v. 3

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8 ed. São Paulo: Saraiva, 2005, v. 2

_____. _____. 15 ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*. São Paulo: RT, 1970.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2 ed. Coimbra: Livr. Almedina, 2007, n. 320. v. 2

EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. (Série de Estudos Especiais, 3).

_____. *A Lei das S.A. Comentada*. 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 156/157. v. 3

FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. 3 ed. São Paulo: Globo, 2001

FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. 12 ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2003

GALIZZI, Gustavo Oliva. Publicar, Divulgar, Disponibilizar e Comunicar: Anotações Sobre o Princípio da Publicidade Legal na Legislação Societária Brasileira. In: WALD, Arnaldo, et. alli. *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011

GRAHAM, Benjamin. *O Investidor Inteligente*. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2017

KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. (v.1)

_____. *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017

LEVY, A. B. *Private Corporations and their control*. London: Routledge & Kegan Paul Limited, 1950. v. 2

MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.

MAHONEY, William F. *Relação com investidores: o guia dos profissionais de marketing financeiro e comunicação*. Rio de Janeiro: IMF Editora, 1997

OCHMAN, Renato. *Atos societários relevantes: a companhia e os investidores*. 1 ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2013

OLIVEIRA, Daniele de Lima. *Deveres e responsabilidade dos administradores da s/a*. 2008. 159 f. Dissertação (Mestrado de Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica – PUS-SP, São Paulo, 2008.

PATELLA, Laura A., et alli. Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores a acordo de acionistas. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012

PRADO JÚNIOR, Caio. *História Econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008 – 49ª reimpr. da 1 ed. de 1945

PROENÇA, João Antônio Godilho de; ROCHA, João Pedro Gonçalves. Situação atual do mercado de capitais no Brasil. In: WALD, Arnoldo. *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.

PROENÇA, José Marcelo Marins. *Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005

QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos*. São Paulo: Saraiva, 2014

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 32 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 285. v. 2

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2 ed. São Paulo: Malheiros, 2008

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no mundo – teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010

TOMAZETTE, Marlon. *Direito societário e globalização: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global*. São Paulo: Atlas, 2014