

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

FACULDADE DE DIREITO

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO

FRANCISCO JOSÉ BARBOSA DE FIGUEIREDO

**OS EFEITOS JURÍDICOS DA FALHA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO
MERCADO PELAS COMPANHIAS ABERTAS**

Belo Horizonte

2020

FRANCISCO JOSÉ BARBOSA DE FIGUEIREDO

**OS EFEITOS JURÍDICOS DA FALHA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO
MERCADO PELAS COMPANHIAS ABERTAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Linha de Pesquisa: Poder, Cidadania e Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito.

Área de Estudo: P-05 – Empresa no Mercado.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres

Belo Horizonte

2020

F475e Figueiredo, Francisco José Barbosa de
Os efeitos jurídicos da falha na divulgação de informações ao mercado
pelas companhias abertas / Francisco José Barbosa de Figueiredo. – 2020.

Orientador: Marcelo de Oliveira Milagres.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Faculdade de Direito.

1. Direito Empresarial – Teses 2. Responsabilidade (Direito) – Teses
3. Erro (Direito) – Teses 4. Fraude – Teses 5. Dolo (Direito civil) – Teses
I. Título

CDU 347.725

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz CRB 6/2233.



FACULDADE DE DIREITO UFMG

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA UFMG

DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: DIREITO E JUSTIÇA
BEL. FRANCISCO JOSÉ BARBOSA DE FIGUEIREDO

Aos treze dias do mês de fevereiro de 2020, às 15h00, no Auditório Orlando Magalhães de Carvalho da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, reuniu-se, em sessão pública, a Banca Examinadora constituída de acordo com o art. 73 do Regulamento do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, e das Normas Gerais de Pós-Graduação da Universidade Federal de Minas Gerais, integrada pelos seguintes professores: Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres (orientador do candidato/UFMG); Prof. Dr. Leandro Novais e Silva (UFMG) e Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG), designados pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, para a defesa de Dissertação de Mestrado do **Bel. FRANCISCO JOSÉ BARBOSA DE FIGUEIREDO**, matrícula nº **2018653100**, intitulada: **"OS EFEITOS JURÍDICOS DA FALHA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO PELAS COMPANHIAS ABERTAS"**. Os trabalhos foram iniciados pelo Presidente da mesa e orientador do candidato, Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres, que, após breve saudação, concedeu ao candidato o prazo máximo de 30 (trinta) minutos para fins de exposição sobre o trabalho apresentado. Em seguida, passou a palavra ao Prof. Dr. Leandro Novais e Silva, para o início da arguição, nos termos do Regulamento. A arguição foi iniciada, desta forma, pelo Prof. Dr. Leandro Novais e Silva, seguindo-se-lhe, pela ordem, os Professores Doutores: Alexandre Couto Silva e Marcelo de Oliveira Milagres. Cada examinador arguiu o candidato pelo prazo máximo de 30 (trinta) minutos, assegurando ao mesmo, igual prazo para responder às objeções cabíveis. Cada examinador atribuiu conceito ao candidato, em cartão individual, depositando-o em envelope próprio. Recolhidos os envelopes, procedeu-se a apuração, tendo se verificado o seguinte resultado:

Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres (orientador do candidato/UFMG)

Conceito:..... *Aprovado*

Prof. Dr. Leandro Novais e Silva (UFMG)

Conceito:..... *Aprovado*

Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG)

Conceito:..... *Aprovado*

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Av. João Pinheiro, 100 - 11º andar - Centro - Belo Horizonte - MG - Brasil - 30130-180
Fone: (31) 3409.8635 - E-mail: info.pos@direito.ufmg.br - <https://pos.direito.ufmg.br>

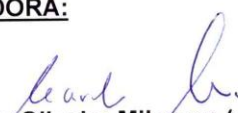


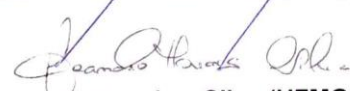
FACULDADE DE DIREITO UFMG

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA UFMG

A Banca Examinadora considerou o candidato Francisco José Barbosa de Figueiredo com nota 100. Nada mais havendo a tratar, o Professor Doutor Marcelo de Oliveira Milagres, Presidente da Mesa e Orientador do candidato, agradecendo a presença de todos, declarou encerrada a sessão. De tudo, para constar, eu, Fernanda Bueno de Oliveira, Servidora Pública Federal lotada no Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, mandei lavrar a presente ata, que vai assinada pela Banca Examinadora e com o visto do candidato.

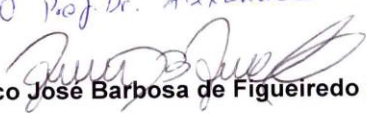
BANCA EXAMINADORA:


Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres (orientador do candidato/UFMG)


Prof. Dr. Leandro Novais e Silva (UFMG)


Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG)

Obs: O Prof. Dr. Alexandre Couto Silva participou por Skype.


- **CIENTE:** Francisco José Barbosa de Figueiredo (Mestrando)

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus por sempre me sustentar e me dar muito mais do que preciso e mereço.

Aos meus pais Francisco e Joyce, pelo exemplo diário de força, excelência acadêmica e trabalho árduo. Obrigado por me nutrirem com amor incondicional e por nunca medirem esforços para me dar educação de qualidade. Essa é mais uma pequena conquista que gostaria de dedicar a vocês.

À Rachel, minha companheira de vida que acompanha a minha trajetória desde muito. Além de fazer parte de cada etapa desse trabalho, você sempre me fez sonhar e me impulsionou a sempre buscar tudo aquilo que almejo. Obrigado por tudo!

Às minhas irmãs Ingrid e Sophia, por estarem sempre “*raising the bar*” e me estimulando a ir mais longe. Obrigado pelo carinho, incentivo e apoio.

Aos amigos do Marista, CSA e UFMG, pelo convívio, companheirismo e por serem uma segunda família longe de casa. Cito nominalmente Daniel e Luiz, por terem me ajudado desde à definição do tema até os “finalmentes” para o depósito da dissertação.

Ao meu orientador Prof. Marcelo Milagres, por todo o auxílio e disponibilidade ao longo dos últimos dois anos.

Aos colegas do BMAS, Lima Netto, VLF e Benício Advogados, pelo aprendizado, compreensão e paciência nesses anos tão corridos.

RESUMO

O acesso à informação é tido por vários autores como um direito essencial do investidor do mercado de valores mobiliários, sendo que sua efetivação garante uma gama de benefícios aos participantes de tal mercado. Em que pese a legislação brasileira prever um robusto regime de obrigações informacionais às companhias emissoras que negociam seus valores mobiliários publicamente, há na doutrina e na jurisprudência pouca produção acerca dos efeitos do descumprimento de tais obrigações. Essa dissertação visa justamente analisar, de maneira global, as consequências jurídicas cíveis do descumprimento de obrigações informacionais, doravante denominadas falhas informacionais.

Inicialmente, são apresentadas as justificativas econômicas para a adoção de um regime de divulgação de informações obrigatório para as companhias abertas, bem como são expostas as funções que tal conjunto de normas desempenha no mercado de valores mobiliários. Também é feito um apanhado das leis federais e normas editadas pela CVM que impõem ao mercado obrigações informacionais.

Foi abordada também a possibilidade de que negócios jurídicos envolvendo valores mobiliários negociados no mercado de capitais viessem a ser anulados nos casos de falhas informacionais em virtude da existência de erro ou dolo.

Tratou-se, ademais, da responsabilidade civil decorrente dos danos causados ao mercado em virtude das falhas informacionais, seja aplicável à companhia, aos administradores ou aos acionistas controladores. Nesse sentido, foi feita uma análise da efetividade econômica e da possibilidade jurídica da responsabilização da companhia pelos danos causados aos investidores pela divulgação de informações falsas ou imprecisas.

Por fim, foram abordados outros temas anexos à responsabilidade civil decorrente de falha informacional, como o seguro de D&O e os contratos de indenidade.

O tema foi escolhido pela inegável relevância da informação para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, e, por conseguinte, pelos efeitos nefastos que a falha informacional ocasiona a todo o mercado. O objetivo é expor, de forma sistemática, as obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas, bem como as consequências jurídicas cíveis oriundas do descumprimento de tais obrigações, com ênfase para eventual defeito de negócio jurídico e responsabilização civil por danos causados à participantes do mercado.

Palavras Chaves: regime informacional, responsabilidade civil, erro, dolo, fraude.

ABSTRACT

Many authors consider access to information as an essential right of the capital market investors, and its effectiveness guarantees a range of benefits to the participants of this market. Although Brazilian Law establishes robust regulation regarding informational obligations applicable to public companies, the doctrine and the tribunals have not analyzed often the effects of breaching such obligations. This work aims precisely to analyze the civil legal consequences of the breach of informational obligations, hereinafter referred to as informational failures.

Initially, the economic justifications for the adoption of a mandatory disclosure regime for public companies are presented, as well as the functions that such set of rules performs in the capital market. This paper also provides an overview of federal laws and regulations issued by CVM that impose informational obligations to the players of the market.

This work also addresses the possibility that transactions involving securities traded in the capital market could be nullified in the hypothesis of informational failures on the grounds that there was no free consent, due to the existence of essential error or fraud.

In addition, the civil liability arising out of damages caused as a result of informational failures was analyzed, whether applicable to the company, the directors or the controlling shareholders. In this sense, the liability of companies due to informational failures was examined considering legal and economics points of view.

At last, other topics related to the liability arising from information failure such as D&O insurance and indemnity agreements were addressed.

This subject was chosen due to the undeniable relevance of information for the proper functioning of the capital market, and, therefore, due to the harmful effects that the informational failure has on the whole market. The purpose here is to expose the informational obligations applicable to publicly traded companies, as well as the legal consequences of the informational failure, with emphasis on defect of consent and civil liability.

Keywords: Informational obligations, civil liability, essential error, fraud, defraud.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	6
RESUMO	7
ABSTRACT.....	9
1. INTRODUÇÃO	11
2. O DEVER DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.1. JUSTIFICATIVAS ECONÔMICAS PARA A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO.....	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.1.1. SELEÇÃO ADVERSA	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.1.2. O CUSTO DA PROCURA POR INFORMAÇÃO	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.2. FUNÇÕES DESEMPENHADAS PELO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.2.1. O AUXÍLIO NA TOMADA DE DECISÕES PELO INVESTIDOR E A PROMOÇÃO DA EFICIÊNCIA INFORMACIONAL	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.2.2. A POSSIBILIDADE DE MONITORAMENTO DOS ADMINISTRADORES E ACIONISTAS CONTROLADORES E REDUÇÃO DO CUSTO DE AGÊNCIA	20
2.2.3. A GARANTIA DA CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	22
2.2.4. A ADMINISTRAÇÃO DA SELEÇÃO ADVERSA DOS EMISSORES DE VALORES MOBILIÁRIOS	24
2.2.5. AUXÍLIO DA FISCALIZAÇÃO E ORIENTAÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES E AUTORREGULADORES.....	25
2.2.6. A VIABILIZAÇÃO DA RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHA INFORMACIONAL	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.3. O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.....	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.3.1. O REGIME INFORMACIONAL PREVISTO NAS LEIS Nº. 6.385/76 E 6.404/76 ..	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.3.2. AS OBRIGAÇÕES DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES IMPOSTAS PELA CVM ..	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.
2.3.2.1. <i>A instrução CVM nº. 480/09 e o registro de emissores de valores mobiliários.</i>	37

2.3.2.2.	<i>A instrução CVM nº. 400/03 e o registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários</i>	42
2.3.2.2.1.	O prospecto.....	47
2.3.2.3.	<i>A instrução CVM nº. 358/02 e a obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes</i>	48
3.	A FALHA INFORMACIONAL E OS DEFEITOS DO NEGÓCIO JURÍDICO	55
3.1.	DEFEITOS DO NEGÓCIO JURÍDICO	57
3.1.1.	O ERRO.....	60
3.1.1.1.	<i>O erro substancial e cognoscível</i>	61
3.1.1.2.	<i>O erro sobre os motivos</i>	65
3.1.1.3.	<i>O interesse negativo</i>	65
3.1.1.	O DOLO.....	67
3.2.	MERCADO PRIMÁRIO E A DISTRIBUIÇÃO DE NOVOS VALORES MOBILIÁRIOS.....	70
3.2.1.	RESPONSABILIDADE DO UNDERWRITER FRENTE AOS INVESTIDORES	78
3.3.	MERCADO SECUNDÁRIO.....	82
3.4.	A POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DE NEGÓCIO JURÍDICO NO MERCADO SECUNDÁRIO.....	86
3.5.	A POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DE NEGÓCIOS JURÍDICOS NO MERCADO PRIMÁRIO	91
4.	A RESPONSABILIDADE CIVIL DECORRENTE DA FALHA INFORMACIONAL	94
4.1.	ELEMENTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL	95
4.1.1.	ATO ILÍCITO	96
4.1.2.	O DANO.....	97
4.1.3.	NEXO DE CAUSALIDADE ENTRE O ATO/CONDUTA E O DANO.....	101
4.1.3.1.	<i>A causalidade na jurisprudência norte americana e a fraud on the market theory</i>	105
4.2.	DEVERES IMPOSTOS AOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS	109
4.2.1.	DEVER DE DILIGÊNCIA.....	109
4.2.2.	DEVER DE OBEDIÊNCIA: FINALIDADE DE ATRIBUIÇÃO E DESVIO DE PODER	111
4.2.3.	DEVER DE LEALDADE.....	114

4.2.4.	DEVER DE INFORMAR	116
4.3.	A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	117
4.3.1.	CONCLUSÃO PARCIAL	120
4.3.2.	AS AÇÕES DE REPARAÇÃO DOS DANOS CAUSADOS POR ADMINISTRADORES....	121
4.4.	RESPONSABILIDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR.....	123
4.5.	RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA EMISSORA.....	125
4.6.	O PROBLEMA DA QUANTIFICAÇÃO DO DANO.....	129
4.7.	TEMAS ANEXOS À RESPONSABILIDADE CIVIL EM DECORRÊNCIA DA FALHA INFORMACIONAL	131
4.7.1.	O SEGURO DE RESPONSABILIDADE CIVIL.....	131
4.7.2.	O CONTRATO DE INDENIDADE	134
4.7.3.	ESTUDO DE CASOS BRASILEIROS	138
4.7.3.1.	<i>Caso Banco Panamericano S.A.....</i>	138
4.7.3.2.	<i>Caso da alienação do controle do Banco Real S.A. para o Banco ABN/Amro S.A.....</i>	140
4.8.	REFLEXÕES SOBRE A RESPONSABILIDADE CIVIL PELAS FALHAS INFORMACIONAIS	141
5.	CONCLUSÃO	144
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	147

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho visou examinar e descrever os efeitos jurídicos, na esfera cível, das falhas informacionais ocasionadas por companhias abertas. Por falha informacional, nos referimos à divulgação de informações falsas, imprecisas, incompletas, ou mesmo a não divulgação de informações que deveria ter se tornado públicas ao mercado.

No capítulo 2, cuidou-se de descrever o regime de divulgação de informações aplicáveis às sociedades anônimas brasileiras, com ênfase para as companhias abertas. Fez-se, inicialmente, revisão das justificativas econômicas que fundamentam a existência do regime de *disclosure* compulsório. Em seguida, foram elencadas as principais funções desempenhadas por tal regime, seja do ponto de vista econômico, jurídico ou regulatório. Feito isso, foram abordadas as principais obrigações legais e regulatórias referentes à divulgação de informações por companhias abertas brasileiras.

Após a definição das principais obrigações informacionais, passou-se a analisar, no capítulo 3, a possibilidade ou não de que negócios jurídicos envolvendo valores mobiliários negociados publicamente sejam anulados em virtude da verificação de uma falha informacional, sob a alegação de erro ou dolo. Para tanto, foram pesquisados os conceitos e os requisitos para a caracterização de uma situação de erro ou dolo, verificando-se se a divulgação de informações falsas ou imprecisas poderia ocasionar algum desses defeitos do negócio jurídico, tanto em transações realizados no mercado primário quanto no mercado secundário.

No capítulo 4, buscou-se estudar a responsabilidade civil decorrente das falhas informacionais. Tal análise foi precedida de uma revisão dos elementos da responsabilidade civil previstas na legislação brasileira. A responsabilização pelos danos decorrentes de falhas informacionais foi avaliada sob a perspectiva dos administradores, dos acionistas controladores e da própria companhia. Partindo-se do direito norte-americano e francês, traçou-se um comparativo em relação à configuração do elemento do nexo de causalidade nos prejuízos sofridos por investidores do mercado de valores mobiliários.

Também no capítulo 4 foram abordados temas anexos à responsabilização civil pelas falhas informacionais, como o seguro de responsabilidade civil de administradores e o contrato de indenidade, utilizados por companhias para minimizarem o risco de que seus administradores respondam por danos causados no exercício de suas funções.

2. O DEVER DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1 JUSTIFICATIVAS ECONÔMICAS PARA A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO

A informação é tida como uma das mais básicas necessidades humanas, razão pela qual o direito de detê-la é fundamental. Em um grupo social, a informação representa, inclusive, poder ao seu titular, de modo que aquele que a detiver em melhores condições quantitativas e qualitativas poderá exercer maior influência sobre os demais (FERREIRA, 1977, p. 81).

Por essa razão, o direito prevê, em diversas situações, instrumentos que garantem o livre e equânime acesso à informação em determinadas relações jurídicas, como na seara consumerista e no mercado de valores mobiliários.¹

Além do aspecto protetivo representado pelo direito de acesso à informação, a divulgação de informações também encontra fundamentos em perspectivas econômicas, as quais partem de um pressuposto comum: o indivíduo bem informado costuma tomar melhores decisões de investimento do que aqueles sem acesso à informação. Nesse sentido, e antes mesmo de apresentar um apanhado das obrigações previstas no regime informacional aplicável às companhias abertas e sociedades brasileiras emissoras de valores mobiliários, serão apresentadas as principais justificativas econômicas que fundamentam a proteção jurídica do direito de acesso à informação.

2.1.2 SELEÇÃO ADVERSA

¹ Como será demonstrado ao longo do presente estudo, a legislação federal e a CVM preveem uma série de obrigações às sociedades anônimas abertas e demais emissoras de valores mobiliários que visam oferecer ao mercado e ao investidor informações fidedignas a respeito de tais sociedades e de seus ativos negociados publicamente. No caso das relações consumeristas, o artigo 6º, III do CDC elenca como direito básico do consumidor “a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem”.

Num mundo globalizado, marcado pela especialização crescente dos mercados e de seus participantes, é comum que certas relações jurídicas sejam entabuladas em um contexto no qual uma das partes possua mais informações sobre aquela transação do que a outra. A falha informacional, como é definida pela linguagem própria da ciência econômica, acomete determinados nichos da economia, como as relações consumeristas e os mercados de valores mobiliários (PITTA, 2013, p. 70).

Nos ordenamentos jurídicos contemporâneos, a assimetria informacional costuma ser coibida, seja por mecanismos processuais, como ocorre com a inversão do ônus da prova em favor do consumidor nos litígios consumeristas, seja pelo estabelecimento de um regime compulsório de divulgação de informações, como se dá no mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, ensina Otávio Yazbek (YAZBEK, 2007, p. 42):

A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.

Intuitivamente, é possível concluir pela inegável importância da informação para a tomada de decisões, sejam elas de que natureza forem. Pela possibilidade de influenciar comportamentos em agentes, é incontestável a relevância econômica da informação. Contudo, e em que pese não ser o objeto do presente trabalho a análise aprofundada dos aspectos econômicos da falha informacional, faz-se necessário buscar as justificativas de tal natureza que elegeram a informação como um bem jurídico tutelável pelo direito, prevendo, para os mercados de valores mobiliários, os regimes de *disclosure* compulsório.

A informação é por vezes tida como uma das necessidades mais básicas do ser humano, consistindo o seu livre acesso em um dos mais fundamentais direitos detidos por um indivíduo, eis que pressuposto de outra vasta gama de direitos (FERREIRA, 1997, p. 81). Conforme já afirmado, em um contexto social, o detentor

de informações em condições quantitativamente e qualitativamente superiores exerce maior influência sobre os demais, representando verdadeira fonte de poder em um dado grupo social.

Nesse contexto, o economista Eugene Fama formulou, ao final da década de 1960, a hipótese dos mercados eficientes, cujas bases foram explicadas por Pitta (PITTA, 2013, p. 87):

(...) uma vez reconhecido que a principal função do mercado de valores mobiliários é permitir a alocação eficiente do capital disponível na economia, para que esse objetivo fosse atendido o ideal seria que os investidores pudessem escolher entre os valores mobiliários emitidos por essas companhias, sob a premissa de que seu preço reflete, inteiramente, todas as informações disponíveis.

Eugene Fama leciona que a informação simétrica é aquela gratuita, simultânea e disponível em igual qualidade e quantidade para a totalidade dos agentes econômicos de um determinado mercado (FAMA, p. 387, 1970). Considerado a situação de simetria informacional, os mecanismos de preço já refletiriam todas as informações disponíveis, de maneira que os agentes do mercado não teriam como obter resultados anormais (FAMA, 1970, p. 387).

Uma vez que os erros nos preços não são tendenciosos, ou seja, podem ser superiores ou inferiores ao valor real do ativo (desde que tais desvios sejam aleatórios) e considerando que tais desvios não podem ser correlacionáveis com alguma variável da companhia, nenhum investidor deve ser capaz de, consistentemente, encontrar ações supervalorizadas utilizando quaisquer estratégias de investimento, até mesmo por uma questão estatística (DAMODARAN, 2002, p. 45).

Ocorre que, como já mencionado, em determinadas ocasiões um dado mercado não funciona em uma situação de simetria informacional, podendo uma das partes ter mais informações sobre as condições de uma transação do que a outra. É fácil de se imaginar, por exemplo, que os administradores de certa companhia possuam informações em maior quantidade e qualidade do que um investidor, o que poderia ocasionar uma desvantagem desse último no momento de tomada de

decisões, motivo pela qual a simetria informacional é pressuposto da hipótese de mercados eficientes de Fama.

Partindo dessas premissas, a chamada eficiência do mercado estaria diretamente ligada à incorporação das informações relativas a determinado emissor ao preço dos valores mobiliários emitidos por ele.

Do ponto de vista econômico do mercado de valores mobiliários, a redução do risco, a melhoria no processo decisório da sociedade e a geração de lucros aos investidores surge como resultado do acesso do mercado às novas informações (FAMA, LAFFER, 1971, p. 290).

O desequilíbrio informacional entre agentes não prejudica somente a parte que não as detém, mas causa impactos em todo o mercado (DIAS, 2005, p. 100). Em relação àqueles que não estão em posse da informação divulgada, o prejuízo é evidente na medida em que tais investidores não possuem todos os dados necessários para tomar uma decisão orientada sobre a aquisição ou alienação de determinado valor mobiliário. Num mercado tão especializado como o de capitais, a ausência de informações fidedignas pode representar desvantagem considerável. Além disso, tais agentes encontram-se sujeitos a certas práticas desleais por parte dos investidores que detêm maior número de informações (caso, por exemplo, da prática de *insider trading*).

Por outro lado, a existência de assimetria de informações pode ocasionar prejuízos até mesmo aos investidores “bem informados”. Como explica Pitta (PITTA, 2013, p. 72), tal conclusão foi obtida em estudo realizado pelo economista norte-americano George Akerlof (AKERLOF, 1970), que concluiu que o prejuízo causado pelo “custo da desonestidade” não se resume ao dano financeiro individual eventualmente sofrido por determinado agente que foi prejudicado em decorrência da assimetria de informações existente, mas envolve também a “perda global incorrida por todo o mercado como resultado da retirada dos bons fornecedores (e seus produtos e serviços), e, conseqüentemente, dos negócios legítimos”.

Tal consequência observada foi ilustrada por Akerlof (AKERLOF, 1970) por meio da utilização do exemplo do mercado de automóveis usados. De acordo com sua teoria, a grande diferença observada entre os preços de veículos novos e veículos

“recém-saídos” da concessionária não se deve unicamente ao desejo do comprador de possuir um carro novo, mas sim em virtude da assimetria de informações existente nesse mercado.

Em tal segmento, a regra é que o fornecedor do produto possua mais informações do veículo do que o potencial comprador, visto que uma mera vistoria não é capaz de revelar todos os vícios (inclusive ocultos) que podem recair sobre o automóvel. Em função disso, teria o fornecedor um incentivo para omitir os eventuais defeitos do produto, de maneira a obter melhor preço em sua venda.

Ocorre que, por ser o comportamento acima mencionado previsível, Akerlof defendia que os consumidores, já esperando que os fornecedores fossem omitir certas informações, aplicariam um desconto automático em todo e qualquer veículo que esteja disponível no mercado de usados, independentemente do fornecedor, desde que este seja um desconhecido².

Dessa forma, como todos os produtos, independentemente de sua qualidade, são subvalorizados, a assimetria de informações acaba por afastar os bons fornecedores, que esperariam que seus produtos qualitativamente superiores fossem mais bem avaliados do que aqueles que são inferiores. A esse fenômeno, Akerlof deu o nome de seleção adversa. A seleção adversa, assim, incentiva a permanência de fornecedores desonestos, que omitem vícios e defeitos do produto (uma vez que o comprador não possui as informações necessárias para avaliar a qualidade do produto), e incentiva a saída de bons fornecedores, em virtude da desvalorização automática promovida pelo mercado. (PITTA, 2013, p. 72)

A esse respeito, Luciana Dias (DIAS, 2005, p. 89) afirma:

[a]o contrário do discurso que normalmente segue regras de mitigação de assimetria informacional, as normas em questão não são meramente protetivas do polo economicamente mais fraco da relação (consumidor ou investidor). Elas constituem técnica de proteção e manutenção do próprio sistema e do mercado e, portanto, das relações de poder nele existentes. A mitigação da assimetria informacional é fator determinante para a

² Nesse ponto, Akerlof defende que um dos efeitos da assimetria informacional no mercado de veículos usados é que costuma-se procurar produtos de procedência conhecida, os chamados por ele de “carros de vizinhos”.

manutenção do mercado e não, por essência, proteção a um dos polos da relação jurídico-econômica.

Considerando que alocação de recursos da poupança popular de forma eficiente é a principal função do mercado de valores mobiliários, a seleção adversa iria ocasionar que menos capital fosse investido em projetos qualitativamente superiores, frustrando, em última análise, o propósito acima referido.

2.1.2 O CUSTO DA PROCURA POR INFORMAÇÃO

Outra importante justificativa econômica para a implementação do regime de *disclosure* encontra-se vinculada ao custo referente à procura de informações no mercado.

O economista George Stigler (STIGLER, 1961) chegou à conclusão de que, quanto mais disperso o mercado, maior o custo para obter informações a seu respeito. E mais do que isso, a efetiva procura da informação por parte dos agentes de mercado depende do benefício marginal alcançado com a informação que se pretende obter. O exemplo utilizado para ilustrar tal relação por Stigler foi a pesquisa de preços. Em tal hipótese, o autor defendeu que o agente teria um benefício marginal somente se o ganho obtido com a procura de preços fosse superior aos custos envolvidos na procura pela informação.

Na hipótese de inexistência de benefício marginal, a ausência de informações é suportada, de maneira que os consumidores não tomariam conhecimento de um fornecedor que ofereça um preço mais baixo. Nesse caso, também é possível imaginar uma situação de seleção adversa, uma vez que, não havendo pesquisa de preços em um determinado mercado, não há qualquer incentivo para o fornecedor abaixar seus preços.

No caso do mercado de valores mobiliários, a ausência de um regime de *disclosure* acaba por aumentar em muito o custo da informação. Isso porque, a análise qualitativa de um valor mobiliário depende de uma série de informações que se

encontram sob o domínio da companhia emissora. Não fossem as leis e normas regulatórias, tais dados poderiam ser divulgados de maneira esparsa ou mesmo omitidos, o que elevaria os custos para que os investidores obtivessem, de maneira individualizada, todas as informações necessárias para uma tomada segura de decisões.

Destarte, a divulgação ampla de informações de maneira sistematizada reduz em muito o custo pela obtenção de dados das companhias, de maneira que o benefício marginal justificaria a realização de pesquisas por parte dos agentes do mercado. Em outras palavras: o regime de divulgação de informações estimula que compradores de valores mobiliários realizem pesquisas acerca dos papéis desejados ao reduzir o custo de obtenção de informações relativas aos valores mobiliários e às suas emissoras.

2.2 FUNÇÕES DESEMPENHADAS PELO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES

De acordo com Pitta (PITTA, 2013, pp. 95-108), são seis as funções desempenhadas pelo regime compulsório de divulgação de informações falsas: (i) o auxílio na tomada de decisões pelo investidor e a promoção da eficiência informacional; (ii) a possibilidade de monitoramento dos administradores e controladores e redução do custo de agência; (iii) a garantia da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; (iv) a administração da seleção adversa dos emissores de valores mobiliários; (v) a fiscalização e orientação dos órgãos reguladores e autor reguladores; e (vi) a viabilização da responsabilização por falha informacional.

2.2.1 O AUXÍLIO NA TOMADA DE DECISÕES PELO INVESTIDOR E A PROMOÇÃO DA EFICIÊNCIA INFORMACIONAL

Conforme já mencionado, talvez a mais intuitiva função desempenhada pelo regime de *disclosure* diz respeito à orientação do investidor quanto a sua tomada de decisão acerca do investimento a ser realizado, seja para orientá-lo em relação ao preço do valor mobiliário negociado, seja para avaliar os aspectos qualitativos dos ativos em circulação.

É importante destacar que, em se tratando de um mercado onde o ativo adquirido é incorpóreo, as informações relativas às companhias emissoras influenciam em muito a qualidade do valor mobiliário emitido. Nesse sentido, Bernard Black (BLACK, 2000, p. 01) defende uma relação “mágica” entre o funcionamento do mercado de valores mobiliários e as informações que ali circulam:

Mercados de valores mobiliários são envoltos em uma espécie de magia. Investidores pagam uma enorme quantidade de dinheiro por direitos totalmente intangíveis, cujo valor depende inteiramente da qualidade das informações que os investidores recebem e da honestidade de terceiros que os investidores não conhecem (tradução do autor).³

A relevante influência exercida pela informação na tomada de decisões por parte de investidores pode ser atribuída à teoria da escolha racional e da hipótese dos mercados eficientes (PITTA, 2013, p. 95). Quanto à primeira teoria, assume-se que os investidores avaliam as balizas econômicas dos valores mobiliários negociados com base na totalidade das informações disponíveis ao mercado. Tal avaliação é utilizada para embasar as decisões a serem tomadas, seja no que diz respeito à compra, à venda e à manutenção de valores mobiliários, mas também quanto ao exercício de direitos econômicos e políticos inerentes a sua condição de detentor de um valor mobiliário (exercício de opções de compra ou venda e tomada de deliberações em assembleias).

Quanto à segunda teoria, e conforme já referido neste estudo, somente em um mercado simétrico o preço dos valores mobiliários reflete as informações

³ Texto original: Public securities markets involve a kind of magic. Investors pay enormous amounts of money for completely intangible rights, whose value depends entirely on the quality of the information that the investors receive, and on the honesty of other people about whom the investors know about nothing.³

disponíveis a seu respeito, possibilitando sua correta avaliação econômica (HERTIG, KRAAKMAN, ROCK, 2009, p. 280).

A relação existente entre precificação e as informações acerca de valores mobiliários foi, inclusive, confirmada pelo edital que instruiu a audiência pública que originou a ICVM 480 (que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários):

É dispensável discorrer neste edital sobre a premissa de que a disseminação dinâmica de informações precisas e verdadeiras a respeito dos emissores e de seus valores mobiliários é essencial para o funcionamento saudável do mercado ou sobre o fato de que a qualidade dessas informações se reflete em uma melhor avaliação dos valores mobiliários e, por consequência, em melhor precificação.⁴

2.2.2 POSSIBILIDADE DE MONITORAMENTO DOS ADMINISTRADORES E ACIONISTAS CONTROLADORES E REDUÇÃO DO CUSTO DE AGÊNCIA

A teoria do custo de agência foi desenvolvida por Jensen e Meckling (JENSEN, MECKLING, 1976) de modo a exemplificar uma espécie de falha de mercado na qual agentes e principais possuem interesses divergentes. De acordo com tais autores, a relação de agência ocorre quando uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)), engajam um terceiro (o agente) com o objetivo de que este realize funções em seu favor, delegando a representação e a tomada de decisões em nome do agente.

Partindo-se do pressuposto da teoria da escolha racional⁵, a probabilidade de que o agente se depare com situações em que haja conflito entre seus interesses e os interesses do principal é considerável. De maneira a evitar que decisões sejam tomadas em desacordo com seus interesses, é necessário que os principais monitorem as atividades dos agentes, fixando incentivos contratuais para evitar tal

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 07/08, p.9, disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html, acesso em 08 dez. 2019.

⁵ Tal teoria, inicialmente desenvolvida por Anthony Downs (DOWNS, Anthony. Uma teoria econômica da democracia. São Paulo: EDUSP, 1999), considera que os indivíduos são autointeressados e agem de modo a maximizar suas utilidades pessoais.

comportamento. Às medidas necessárias para mitigar a tomada de decisões em conflito de interesses por agentes se dá o nome de custo de agência, que, segundo Jensen e Meckling (JENSEN, MECKLING, 1976, p. 308), podem ser assim listadas:

- Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- Gastos realizados pelos agentes com o objetivo de comprovar ao principal sua boa-fé;
- Perdas residuais, decorrentes de decisões em conflito de interesses pelo agente que não foram evitadas com os mecanismos de prevenção adotados.

No contexto da relação de agência existente entre minoritários frente aos administradores e aos acionistas controladores, o regime de divulgação de informações tende a facilitar o monitoramento e controle de conduta desses últimos, influenciando no comportamento dos agentes e reduzindo os custos de agência acima referidos (MAHONEY, 1995, p. 1.048).

De acordo com Pitta, (PITTA, 2013, p. 97), foi justamente a possibilidade de exercício de influência na conduta corporativa que levou a construção do regime de divulgação de informações no início do século XX. Isso porque, ao obrigar uma companhia a divulgar grande número de informações ao mercado, obtém-se um resultado duplo: (i) reduz-se os custos de monitoramento; e (ii) é estabelecido um mecanismo de desincentivo para que administradores e controladores tenham comportamentos indesejáveis.

O primeiro efeito é facilmente observável na medida em que, quanto mais informações disponíveis há sobre uma companhia, seus ativos e sua operação, mais fácil é para o acionista verificar quando um desvio de conduta ocorre (FERREL, 2007, p. 88). Sem o regime de *disclosure*, o acionista deveria por si só obter documentos, informações, demonstrativos e demais dados atinentes à sociedade, o que elevaria em muito o custo de agência.

Por outro lado, o fato de suas ações se encontrarem sob constante escrutínio por parte do mercado pode gerar um incentivo para que os administradores e controladores não ajam de acordo com seus interesses próprios, privilegiando os melhores interesses da companhia.

Além dos efeitos acima referidos, Pitta (PITTA, 2013, p. 99) aponta que, em virtude da obrigação de divulgar uma vasta gama de informações, os administradores acabam coletando e analisando certos dados que podem ser de grande valia para a gestão da sociedade⁶, dados esses que poderiam ser ignorados caso o dever de divulgação não existisse.

Por fim, como o regime de *disclosure* acaba por reduzir drasticamente o conjunto de informações confidenciais, as quais só são acessíveis aos administradores e controladores, acaba-se limitando também, por conseguinte, as oportunidades de utilização de informações privilegiadas em benefício próprio de seus detentores, reduzindo a prática ilícita do *insider trading*.

2.2.3 A GARANTIA DA CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Lynn Stout (STOUT, 2002, p. 01) defende que o investidor médio somente acredita que possui uma carteira de ações pois recebe, de tempos em tempos, um informativo que atesta as ações de sua propriedade e seus respectivos valores. No entanto, tal investidor: não sabe onde ou quem foi que elaborou tal informativo; nunca teve acesso ao certificado das ações que possuem e aos ativos empresariais que dão valor às ações que possui; e nunca encontrou pessoalmente com os membros da administração das companhias que emitiram os valores mobiliários por ele detido. Mesmo assim, esse investidor confia na existência e na lucratividade de seus ativos, pois confia nas bases do mercado de valores mobiliários.

De tal alegoria, depreende-se que, em um mercado onde o produto comercializado é um valor mobiliário abstrato e intangível, no qual se encontram

⁶ A constante análise e auditoria das demonstrações financeiras da sociedade pode fazer com que um administrador perceba, por exemplo, condutas ilegais de outro membro da administração da companhia, o que talvez não aconteceria caso o regime de *disclosure* não fosse tão abrangente.

imbuídos direitos e deveres em relação a uma determinada sociedade, a confiança é um fator primordial para o seu funcionamento. O ato de investir certa quantia em uma sociedade pressupõe, geralmente, sentimento de confiança do investidor no projeto ali apresentado. Mais do que isso, o ato de investir demanda a confiança do investidor no mercado e em suas estruturas regulatórias (PITTA, 2013, p. 100).

Conforme já mencionado, sob o viés da teoria da escolha racional, o agente econômico é auto interessado e age buscando maximizar seus benefícios. Nesse sentido, e partindo-se dessa lógica, salvo se existente um arcabouço regulatório sólido o suficiente para garantir a higidez de suas condutas, os administradores e controladores poderiam se utilizar dos valores destinados como investimentos à sociedade para benefício próprio, frustrando o propósito dos investidores que alocaram parte de seus recursos em determinada companhia (STOUT, 2002, p. 6).

Destarte, na ausência de confiança por parte do investidor, este se recusaria a investir em valores mobiliários, ou, na melhor das hipóteses, pagaria menos pelos ativos ali ofertados, em virtude da possibilidade de ser prejudicado por desvios de conduta (PITTA, 2013, p. 101).

Nesse cenário, o regime de *disclosure* exerce a função de garantir a confiança dos investidores no mercado mobiliário ao prever a divulgação de determinadas informações, penalizando o responsável em caso de descumprimento. Em virtude da importância do regime informacional na tomada de decisões pelo investidor (conforme foi abordado no item 2.2.1), quanto melhor informada for a decisão do investidor, maior será sua confiança no mercado, e, por conseguinte, maior será sua propensão a investir.

A divulgação de informações, ademais, não aumenta a confiança dos investidores apenas na medida em que lhes proporciona um processo decisório mais bem informado. Para além disso, Troy Paredes (PAREDES, 2003, p. 468) defende existir um certo conforto atrelado à mera existência de um regime regulatório que obrigue sociedades a divulgarem certas informações. Essa confiança, ademais, não se relaciona apenas à possibilidade de o investidor analisar e processar os dados, gerando também uma espécie de conforto inconsciente em todo o mercado. Em suma, um regime rigoroso de regulação do mercado passa a impressão para os investidores

e demais agentes do mercado de que há um “policial em vigília”, evitando que companhias omitam informações relevantes.

Com base em tais afirmações, Paredes (PAREDES, 2003, p. 468) argumenta que, por vezes, os maiores benefícios gerados por medidas regulatórias no mercado de valores mobiliários não são as melhorias materiais implementadas pela normatização, mas sim a impressão positiva gerada no mercado.

Essa influência, a nosso ver, se relaciona à própria seleção adversa, eis que, num mercado regulado, o simples fato de uma companhia se sujeitar a normas regulatórias rígidas e restritivas já é um indício de que os valores mobiliários por ela emitidos são dignos de confiança por parte do mercado.

2.2.4. A ADMINISTRAÇÃO DA SELEÇÃO ADVERSA DOS EMISSORES DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme já abordado, a seleção adversa é um efeito esperado em mercados que operam com assimetria informacional. Na ausência de informações disponíveis ao público, o mercado tende a aplicar um desconto universal em todos os valores mobiliários disponíveis, já se adiantando a uma possível supervalorização de tais ativos pelos agentes ofertantes.

Por outro lado, numa situação de simetria de informações, é possível que valores mobiliários qualitativamente superiores se destaquem no mercado. Tal superioridade é percebida por meio das informações divulgadas pelas companhias, que podem indicar boa saúde financeira, projetos promissores e expectativa de recebimento de dividendos atrelados ao valor mobiliário.

No entanto, a “sinalização” de tal superioridade deve ter como contrapartida um efetivo compromisso por parte da companhia da veracidade daquelas informações, sob pena de que tal comportamento seja copiado pelas emissoras menos qualificadas (PITTA, 2003, p. 105). Isto é, na ausência de penalidades para as sinalizações imprecisas, companhias emissoras de valores mobiliários qualitativamente inferiores também poderiam divulgar informações maquiadas, levando a erro os investidores interessados.

Assim, de modo a evitar o fenômeno da seleção adversa, as obrigações de divulgar informações devem ser extensas o suficiente para afastar agentes não comprometidos com a qualidade de suas operações. Além disso, faz-se necessário investigar e punir aqueles que descumprem tais obrigações. Nesse sentido, defende Troy Paredes (PAREDES, 2003, p. 47):

Haja vista ser o comprometimento ser um sinal eficaz apenas se for oneroso para a companhias “ruins” fazerem, reduzir o escopo das obrigações informacionais poderia enfraquecer sua função sinalizadora e sua utilidade para resolver o problema dos limões no mercado de capitais. Se as obrigações informacionais fossem menos exigentes, ou mesmo se a aplicação de tais obrigações fosse relapsa, ou se as sanções por seu descumprimento fossem menos severas, os sinais enviados pelas companhias que aderissem ao regime de *disclosure* seria menos relevante para os investidores, pois seria mais fácil para companhias “ruins” mimetizar o comportamento de companhias “boas”, por meio do comprometimento de cumprir as leis federais relativas aos valores mobiliários. Por essa razão, pode-se esperar que companhias “boas” prefiram um regime de divulgação de informações mais exigente. Se os investidores não puderem distinguir companhias “boas” de “ruins”, eles provavelmente irão se proteger por meio da aplicação de um desconto para todos os valores mobiliários disponíveis ou simplesmente sairão do mercado (tradução do autor).⁷

2.2.5 AUXÍLIO NA FISCALIZAÇÃO E ORIENTAÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES E AUTORREGULADORES

O regime de divulgação de informações funciona como um facilitador da atividade regulatória, auxiliando, inclusive, na redução dos custos envolvidos em tal processo. Isso porque, embora a atividade fiscalizadora possa, no exercício de tal mister, requisitar informações adicionais para além daquelas cujas divulgações são compulsórias, o regime de *disclosure* garante de modo automático um número

⁷ Texto original: Because a commitment is only an effective signal if it is costly for “bad” companies to make, scaling back the mandatory disclosure system could undermine its signaling function and its usefulness in solving the lemons problem in capital markets. If the disclosure obligations were less demanding, or even if enforcement were more lax or the sanctions for noncompliance were less severe, the signals sent by the companies who opt in to the regime might be less meaningful to investors, because it would be easier for “bad” companies to mimic the behavior of “good” companies by credibly committing to comply with the federal securities laws. For this reason, one might expect “good” companies to prefer a stringent disclosure regime. If investors cannot distinguish “good” companies from “bad” companies, they are likely to protect themselves by demanding a discount for all securities or simply withdrawing from the market.

significante de informações aos órgãos reguladores atuantes no mercado de valores mobiliários.

Caso as informações envolvidas no regime informacional não fossem de divulgação obrigatória, os custos para a obtenção de tais informações recairiam exclusivamente sobre os órgãos reguladores. Isso porque, ainda que outros agentes do mercado também buscassem as mesmas informações que os órgãos reguladores, dificilmente haveria entre tais agentes uma troca sistematizada e organizada de tais dados.

E mais do que isso, o acesso às informações por parte do regulador acaba aumentando de maneira natural sua expertise sobre o mercado regulado, o que o aumenta a eficiência da função normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores (CATARINO, 2011, p. 87).

Todavia, como alerta Pitta (PITTA, 2013, p. 86), não é sempre que as informações relevantes para o exercício da atividade regulatória coincidem com aquelas necessárias para a tomada de decisões por parte dos investidores ou para as demais funções exercidas pelo regime de *disclosure*. Em tais situações, o regulador deverá sopesar se tal informação deverá ser incluída no regime informacional das emissoras de valores mobiliários mesmo diante da falta de utilidade para os demais *players* do mercado.

2.2.6 A VIABILIZAÇÃO DA RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHA INFORMACIONAL.

Por fim, a função do regime de divulgação de informações que mais interessa ao presente trabalho diz respeito à viabilização da responsabilização dos emissores de valores mobiliários e aos intermediários que atuam em tal mercado.

Isso porque, ao definir quais são as informações cuja divulgação é obrigatória ao mercado, estabelece-se um limite para a avaliação da licitude da conduta do agente. Ou seja, a ausência do cumprimento das normas informacionais (seja por omissão, insuficiência ou imprecisão) gera a responsabilização do emissor ou do intermediário de oferta pública. Por outro lado, o adimplemento das obrigações

previstas no regime de *disclosure* desoneraram os sujeitos passivos de tais obrigações de qualquer responsabilidade, transferindo os riscos atrelados à operação aos investidores (PITTA, 2013, p. 85).

Tal função desempenhada pelo regime gera, por consequência, um incentivo adicional para que as emissoras cumpram as obrigações de divulgação de informações, uma vez que seu descumprimento gera, como será tratado adiante, a responsabilidade de seus administradores e dos acionistas controladores.

Nesse sentido, Troy Paredes (PAREDES, 2003, p. 12) afirma que, em muitas ocasiões, as companhias não divulgam informações para melhor informar os investidores, mas sim com o objetivo de reduzir os riscos de responsabilização por omissão de fato.

2.3 O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

2.3.1 O REGIME INFORMACIONAL PREVISTO NAS LEIS Nº. 6.385/76 E 6.404/76

As leis federais nº. 6.385/76 e 6.404/76 surgiram num momento econômico de desconfiança por partes dos investidores em relação ao mercado de valores mobiliários. Nos idos da década de 1970, uma queda substancial no valor dos papéis oferecidos no mercado gerou perdas parciais ou totais do patrimônio investido de diversos investidores, o que minou a confiança destes em relação à organização estrutural do sistema e ao poder de fiscalização do Banco Central, órgão até então diretamente incumbido da função de fiscalizar o mercado de valores mobiliários (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1997, p. 127).

Em resposta à crise de confiança que acometeu tal mercado, foram publicadas a Lei nº. 6.385/76 e a Lei nº. 6.404/76, de modo que a criação de um regime de divulgação de informações teve como um de seus objetivos fulcrais restaurar a confiança dos investidores por meio do estabelecimento de padrões mais explícitos e

amplos para as demonstrações financeiras e demais informações de interesse dos investidores (TEIXEIRA, TAVARES GUERREIRO, 1979, p. 10).

A Lei nº. 6.385/76, também conhecida como Lei do Mercado de Valores Mobiliários (“LMVM”), criou a Comissão de Valores Mobiliários, órgão especializado que tem como objeto a regulação do mercado sob a orientação do Comitê Monetária Nacional (“CMN”). Enquanto restou reservada ao CMN a competência para definir a política a ser observada no funcionamento e organização do mercado⁸, a Lei nº. 6.385/76 atribuiu à CVM a competência para regulamentar, fiscalizar e administrar o registro de companhias abertas e ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.⁹

Dentre as diretrizes a serem observadas pelos referidos órgãos no que concerne à atuação no Mercado de Valores Mobiliários, a referida legislação elencou a garantia de acesso do público investidor às informações atinentes aos valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de
(...)
VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

Nesse sentido, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários erigiu como um pilar da regulação e fiscalização do mercado o livre acesso às informações por parte dos investidores, fixando as bases para o regime de *disclosure* no Brasil. Não por outra razão, determinou o referido diploma legal ser a CVM competente para fixar determinadas normas de cunho informacional, as quais foram sistematizadas por Pitta (PITTA, 2013, p. 196):

(i) as normas concernentes ao procedimento do registro de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como especificar as informações que devam instruir seu pedido, inclusive sobre: (a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, a administração e principais acionistas; (b)

⁸ Cf. Artigo 3º da LMVM.

⁹ Cf. Artigo 8º da LMVM.

as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes; (c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso, e (d) os participantes da distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor, podendo exigir, também, que sejam divulgadas quaisquer outras informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor; e (ii) as normas concernentes ao registro de companhia aberta (incluindo a definição das informações e dos documentos que devem ser apresentados pela companhia para a obtenção do referido registro), bem como aquelas acerca das obrigações informacionais contínuas aplicáveis às companhias abertas após a obtenção do seu registro¹⁰.

Não obstante a competência atribuída à CVM para regular o regime de informações aplicável às companhias abertas, o qual será abordado a frente no presente estudo, a Lei nº. 6.404/76 (“Lei das S.A.”) trouxe uma espécie de regime geral sobre o tema, cuja observância é obrigatória não só para as sociedades anônimas de capital fechado, mas também para aquelas companhias com valores mobiliários negociados publicamente.

O regime informacional previsto pela Lei das S.A. pode ser categorizado da seguinte forma: (i) informações necessárias ao exercício de direitos advindos da condição de acionista; (ii) informações econômico-financeiras; (iii) informações sobre os administradores; e (iv) informações sobre atos e fatos relevantes (aplicáveis somente às companhias abertas) (PITTA, 2013, p. 170).

As informações previstas no item (i) podem ser resumidas como aquelas divulgadas pela companhia por ocasião da realização de assembleias gerais, de operações de reorganização societária e de aquisição de outras sociedades (no caso de companhias abertas).

Nas assembleias gerais, sejam ordinárias ou extraordinárias, a companhia deve promover a publicação de edital de convocação, do qual deve constar o local, a data e a hora do concílio, bem como as matérias a serem deliberadas. No caso das alterações estatutárias, a lei exige que o edital indique a matéria sobre a qual recairá a alteração.¹¹

Além disso, deve a administração, quando da realização da assembleia geral ordinária, disponibilizar aos acionistas uma série de documentos necessários à

¹⁰ Tais competências encontram-se previstas nos artigos 19, §5º e 6º, 21, §6º e 22, §1º, da Lei das S.A.

¹¹ Cf. Artigo 124 da Lei das S.A.

análise das contas dos administradores, a saber: (i) relatório de administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; (ii) cópia das demonstrações financeiras; (iii) parecer dos auditores independentes (caso haja); (iv) parecer do conselho fiscal (se houver); e (v) demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.¹² Nas assembleias gerais extraordinárias, a lei exige que “os documentos pertinentes à matéria” a ser votada em tal concílio sejam colocados à disposição dos acionistas na sede da companhia.¹³

Além das informações necessárias para o exercício do direito de voto, a Lei das S.A. elenca obrigações relativas às informações econômico-financeiras da companhia. De maneira a garantir que os acionistas tenham real e efetivo acesso a tais informações, o legislador determinou que as demonstrações financeiras devem exprimir com clareza a situação patrimonial da companhia¹⁴, obrigando que a companhia divulgue as demonstrações do exercício em questão juntamente com às do exercício anterior, de maneira a facilitar a comparação entre os números no decorrer do tempo.¹⁵

Os documentos exigidos pela Lei das S.A. para demonstrar a situação econômico-financeira da companhia são: (i) balanço patrimonial; (ii) demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados no exercício; (iii) demonstração do resultado do exercício; (iv) demonstração dos fluxos de caixa; e (v) no caso das companhias abertas, demonstração do valor adicionado.

No balanço patrimonial, as contas devem ser classificadas de acordo com os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia¹⁶. Trata-se de documento que reflete a posição financeira de uma empresa em um determinado momento específico, sendo dividido em duas colunas: uma referente ao ativo e outra ao passivo (IUDÍCIBUS, MARION, 2008, p. 15).

No ativo, devem constar todos os bens e direitos de propriedade da sociedade avaliáveis em dinheiro, que representam benefícios presentes ou futuros

¹² Cf. Artigo 133 da Lei das S.A.

¹³ Cf. Artigo 135, §3º da Lei das S.A.

¹⁴ Cf. caput do Artigo 176 da Lei das S.A.

¹⁵ Cf. Artigo 176, §1º da Lei das S.A.

¹⁶ Cf. Artigo 178 da Lei das S.A.

para a empresa, sendo que as contas são subdivididas nos grupos “ativo circulante”¹⁷ e “ativo não circulante”¹⁸.

No passivo, por sua vez, são registradas as obrigações que a empresa tem perante terceiros, como contas a pagar, fornecedores de matéria-prima, impostos a pagar e financiamentos (IUDÍCIBUS, MARION, 2008, p. 17). Suas contas são divididas entre os grupos “passivo circulante”, “passivo não circulante” e “patrimônio líquido”.

A demonstração de lucros ou prejuízos acumulados, como indica sua denominação, é relatório contábil onde é calculado o lucro ou prejuízo anual da empresa. Tal documento, de acordo com o Artigo 186 da Lei das S.A., deve discriminar (i) o saldo (dos lucros ou prejuízos) do início do período, os ajustes de exercícios anteriores e a correção monetária do saldo inicial; (ii) as reversões de reservas e o lucro líquido obtido naquele exercício; e (iii) as transferências para reservas, os dividendos, a parcela dos lucros incorporada ao capital social e o saldo ao fim do período. Além disso, a DLPA deverá indicar o montante do dividendo para cada uma das ações da companhia.¹⁹

A Demonstração do Resultado do Exercício é considerada o segundo mais importante relatório contábil de uma sociedade. Nele, encontra-se resumo ordenado das receitas e despesas da sociedade em um determinado período, subtraindo-se estas daquelas de maneira a indicar o resultado (se positivo, lucro; se negativo, prejuízo) (IUDÍCIBUS, MARION, 2008, p. 53).

¹⁷ No ativo circulante, devem constar as disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte (Cf. Artigo 179, I da Lei das S.A.).

¹⁸ O ativo não circulante também é dividido em quadro sub grupos: (i) ativo realizável a longo prazo, que consistem nos direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como aqueles derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedade coligadas ou controladas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, desde que não constituam negócios usuais na exploração do objeto da companhia (Cf. Artigo 179, II, da Lei das S.A.); (ii) investimentos, onde constam as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da companhia (Cf. Artigo 179, II, da Lei das S.A.); (iii) ativo imobilizado, que são os direitos que tenham por objeto bens corpóreos destinados à manutenção das atividades da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controles desses bens (Cf. Artigo 179, III, da Lei das S.A.); e (iv) intangível, que corresponde aos direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo do comércio.

¹⁹ Cf. Artigo 186, §2º da Lei das S.A.

De acordo com o Artigo 187 da Lei das S.A., a DRE não pode apenas indicar de maneira genérica as receitas e as despesas, devendo discriminar: (i) a receita bruta das vendas e serviços; (ii) a receita líquida das vendas e serviços; (iii) as despesas da sociedade, sejam com vendas, as financeiras, gerais, administrativas e operacionais; (iv) o lucro ou prejuízo operacional; (v) o resultado do exercício antes da dedução do Imposto de Renda; (vi) as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, mesmo na forma de instrumentos financeiros, e de instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, que não se caracterizem como despesa; e (vii) o lucro ou prejuízo líquido do exercício.

Bem mais complexa que a simples apuração do resultado do período, a Demonstração de Fluxo de Caixa considera todos os investimentos e amortização de financiamentos, indica a origem de todos os recursos que entraram no caixa da sociedade, e demonstra a aplicação de todo recurso que saiu do caixa e ainda apresenta o resultado do fluxo financeiro.

A legislação societária indica que as alterações ocorridas no caixa da sociedade devem ser registradas em, no mínimo, três fluxos, a saber: das operações, dos financiamentos e dos investimentos.²⁰ A exemplo da Demonstração de Resultados do Exercício, a Demonstração de Fluxo de Caixa é uma demonstração dinâmica, pois indica todos os movimentos no caixa da sociedade que contribuiu para a fotografia observada ao final do exercício.

Por fim, no caso das companhias abertas, a Lei das S.A. fixa a obrigação de divulgar a Demonstração do Valor Adicionado. Trata-se de relatório financeiro onde constam as receitas realizadas, os insumos de terceiros utilizados para obtenção das receitas e o consequente valor adicionado, relatando a distribuição desse valor em forma de remuneração aos trabalhadores, ao governo (por meio do pagamento de tributos), aos investidores e a terceiros.

A terceira categoria de informações elencada por Pitta reúne dados a serem fornecidos pelos administradores da sociedade no momento da sua posse ou a pedido da assembleia geral. De acordo com Carvalhosa e Kuyven (CARVALHOSA, KUYVEN, 2016, p. 665), o dever de informar dos administradores tem como reflexo o

²⁰ Cf. Artigo 188, I, da Lei das S.A.

direito de ser informado dos acionistas, consectário do direito fundamental de fiscalizar previsto no artigo 190 da Lei das S.A.

Assim, deve o administrador de uma companhia abertas declara o número de ações, bônus de subscrição, opção de compra de ações e debêntures conversíveis em ações que possui, sejam de emissão da companhia cuja administração passará a compor, sejam de suas sociedades controladas ou pertencentes ao mesmo grupo.²¹

Entende-se que tal regra tem como objetivo possibilitar aos acionistas maior controle de situações de conflito de interesses, além de facilitar aos órgãos responsáveis a fiscalização e identificação de operações realizadas com informações privilegiadas.

Igualmente, determina a legislação societária que o administrador de companhia de capital aberto, mediante solicitação de acionistas que representem 5% ou mais do capital social, deve revelar os seguintes dados:

- (i) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- (ii) as opções de compras de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- (iii) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- (iv) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e
- (v) quaisquer atos ou fatos relevantes da companhia.

O propósito da prestação de tais informações aos acionistas é cientificá-los de possíveis ligações do administrador com a companhia e com seu controlador, bem

²¹ Cf. Artigo 157 da Lei das S.A.

como alertá-los de eventuais abusos cometidos e outros fatos relevantes (VON ADAMEK, 2010, p. 174).

Importante destacar que, embora o direito de fiscalizar os administradores seja elencado como uma prerrogativa fundamental, seu exercício não é absoluto e, por conseguinte, deve seguir determinados parâmetros de razoabilidade. Por essa razão é que a Lei das S.A. determina que o direito de solicitar as informações acima referidas deve ser utilizado apenas no interesse legítimo da companhia ou do acionista em questão, respondendo o solicitante pelos abusos cometidos no seu exercício.²²

Isso porque, conforme assevera Luiz Antonio de Sampaio Campos (CAMPOS, 2009, p. 1.170), as informações que fazem jus os acionistas não são irrestritas, de modo que sua divulgação pressupõe formas e momentos próprios. Tal limite visa, além de dar o devido tempo para que a administração da sociedade prepare as informações a serem divulgadas, evitar que pedidos sejam feitos com o objetivo específico de tumultuar a vida social.

Inclusive, sobre o requerimento de informações por parte de acionistas que representam cinco por cento do capital social, há uma discussão doutrinária acerca da oportunidade em que tal direito deve ser exercido. Alfredo Lazzareschi Neto (LAZZARESCHI NETO, 2010, p. 286) e Luiz Antonio de Sampaio Campos (CAMPOS, 2009, pp. 1173-1174) defendem que tal pedido somente pode ser feito em assembleia geral ordinária.

Por outro lado, autores como Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (TOLEDO, 1999, p. 64) entendem que o pedido de informações direcionado aos administradores da companhia aberta também pode ser realizado nas assembleias gerais extraordinárias, por não enxergarem distinções entre as duas modalidades de assembleia (ordinária e extraordinária) que justificassem a limitação somente aos concílios ordinários.

Por fim, a quarta categoria de obrigações informacionais prevista na Lei das S.A. refere-se à obrigação dos administradores de divulgar atos e fatos relevantes concernentes à companhia aberta.

²² Cf. Artigo 157, §3º da Lei das S.A.

Nesse sentido, os administradores de companhias abertas têm o dever de comunicar imediatamente à bolsa de valores e/ou divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração, bem como qualquer fato relevante ocorrido nos negócios e que possa influir, de modo ponderável, em decisões de investidores de comprar ou vender valores mobiliários de emissão da companhia.²³

Mais uma vez, a Lei das S.A. busca institucionalizar a transparência do mercado por meio da exigência do dever de divulgação. De fato, a dispersão das informações divulgadas por companhias abertas ao mercado e ao público em geral constitui-se ponto basilar da política legislativa em relação às companhias abertas (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1997, p. 380).

Sobre tal obrigação, Pitta (PITTA, 2013, p. 175) entende que a divulgação de informação relevante garante a completude do regime informacional vigente no mercado de valores mobiliários. Isso porque, não obstante as companhias abertas encontrarem-se sujeitas a um extenso conjunto de obrigações informacionais fixadas pela CVM, a obrigação prevista na Lei das S.A. tem natureza principiológica e cumpre o papel de preencher lacunas nas normas regulatórias. E isso se dá na medida em que, além das regras impostas pela CVM que listam de forma extensiva as informações que devem ser divulgadas ao mercado, a Lei da S.A. define como um princípio geral a divulgação ampla de todas as informações reputada como relevantes.

O mesmo autor aponta para o fato de que o conceito de informação relevante está intrinsicamente ligado à hipótese dos mercados eficientes, uma vez que a legislação condiciona a identificação do fato relevante ao seu impacto na tomada de decisões por parte de investidores. É evidente que, dentre tais impactos, destaca-se o impacto econômico, de maneira que um ato ou fato que possa influenciar o preço dos valores mobiliários negociados por determinada companhia são reputados relevantes de acordo com a Lei das S.A.

Além disso, ressalta-se que o legislador confere ao administrador o direito de se recusar a prestar a informação ao acionista ou deixar de divulgá-la ao mercado caso entenda que tal informação possa colocar em risco legítimo interesse da

²³ Cf. Artigo 157, §4º, da Lei das S.A.

companhia²⁴. Tal reserva tem fundamento na própria estrutura das companhias, onde os administradores podem ser considerados gestores do patrimônio de terceiros, não lhe sendo permitido divulgar informações ao mercado a não ser na exata medida em que atenda os interesses dos acionistas. O dever de reserva, de fato, é tido como um desdobramento do meta-princípio que obriga que os administradores ajam em prol do interesse social.

A recusa de divulgação de informações pode ser alegada inclusive aos próprios acionistas individualmente considerados, uma vez que a Lei das S.A. não prevê a obrigação de que o administrador preste toda e qualquer informação relativa à sociedade a qualquer acionista em particular, seja ele controlador ou não (FRANÇA, 2009, p. 374).

O dever de recusa pode ser exercido pelo administrador, por exemplo, em relação a segredos industriais ou informações estratégicas da companhia, as quais poderiam lhe ocasionar prejuízos caso fosse divulgada a concorrentes. As informações relativas ao lançamento de um produto inovador por uma sociedade de tecnologia, em que pese possa ser fator desencadeador de uma série de mudanças nos números e múltiplos de tal sociedade, devem ser mantidas sob sigilo até a efetiva disponibilização do produto ao mercado, podendo, em tais casos, os administradores se recusarem a prestar informações relativas a tal projeto.

2.3.2 AS OBRIGAÇÕES DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES IMPOSTAS PELA CVM

2.3.2.1 *A Instrução CVM n.º 480/09 e o registro de emissores de valores mobiliários.*

Anteriormente à edição da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, a Lei n.º 4.728/65 já previa a necessidade de registro das companhias cujos valores mobiliários fossem negociados em bolsas de valores²⁵. Tal legislação delegou ao CMN a competência de fixar as normas atinentes ao registro das emissoras, incluindo aquelas

²⁴ Cf. Artigo 157, §4º, da Lei das S.A.

²⁵ Cf. artigo 19 da Lei n.º 4.728/65.

referentes às informações a serem prestadas no momento do registro e após sua concessão.²⁶

Com o advento da Resolução CMN nº. 435, de 20 de julho de 1977, a CVM assumiu as funções normativas e de assessoria do CMN²⁷, tendo fixado normas atinentes ao registro de companhias abertas por meio da Instrução CVM n.º 09, de 11 de outubro de 1979. Tal norma, juntamente com aquelas que vieram a substituí-la ao longo do tempo, fixaram as principais obrigações para a entrada e permanência de companhias no mercado de valores mobiliários, a saber:

- (i) A elaboração e divulgação de demonstrações financeiras em periodicidade trimestral;
- (ii) A elaboração anual de formulário reunindo as principais informações sobre as companhias abertas (então chamado de Formulário de Informações Anuais);

²⁶ “Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a:

I - informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial;

II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro;

III - casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro.

§ 1º Caberá ainda ao Conselho Monetário Nacional expedir normas a serem observadas pelas pessoas jurídicas referidas neste artigo, e relativas a:

a) natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sobre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante;

b) organização do balanço e das demonstrações de resultado, padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central;

c) manutenção de mandatários para a prática dos atos relativos ao registro de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis.

§ 2º As normas referidas neste artigo não poderão ser aprovadas antes de decorridos 30 (trinta) dias de sua publicação para receber sugestões.”

²⁷ “O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada nesta data, tendo em vista o disposto no parágrafo único do art. 29 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, R E S O L V E U:

I - A Comissão de Valores Mobiliários, criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, se instalará progressivamente até 30 de junho de 1978, quando deverá estar apta ao exercício pleno de suas atribuições legais.

II - A partir da data desta Resolução, a Comissão de Valores Mobiliários assumirá integralmente as funções normativas e de assessoria do Conselho Monetário Nacional que lhe são atribuídas pelas Leis nºs 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

III - As demais funções conferidas pelas citadas leis serão exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários à medida em que forem sendo instalados seus serviços, e mediante:

a) comunicação ao Banco Central das funções que a Comissão estiver apta a exercer;

b) publicação, em conjunto com o Banco Central e com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, de edital fixando a data da assunção das funções por parte da Comissão.”

- (iii) A prestação contínua e periódica de um rol de documentos e informações; e
- (iv) A necessidade de indicação de um diretor estatutário a cargo de exercer a função de relações com investidores.

O início da reforma do regime de registro de emissoras de valores mobiliários, a qual culminaria na edição da Instrução CVM n.º 480/09, se deu com o rompimento da dicotomia absoluta entre companhias abertas e fechadas.

É que, conforme explicam Carvalhosa e Eizirik (CARALHOSA, EIZIRIK, 2002, pp. 39-40), a Lei das S.A. determinava que todas as companhias abertas se encontravam submetidas a um mesmo tratamento legal e regulamentar, independentemente de suas características próprias. Tal homogeneidade no tratamento das companhias abertas acabou se mostrando inadequada, uma vez que as normas regulamentares não se compatibilizavam com as reais necessidades dos investidores, que costumam variar de acordo com as diferentes espécies de valores mobiliários.

Com a vigência da Lei nº. 10.303/01, a Lei das S.A. foi alterada para admitir expressamente que a CVM pudesse classificar as companhias abertas em categorias de acordo com as espécies de valores mobiliários emitidos por elas emitidos e negociados no mercado.²⁸

Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública 07/2008, que precedeu a Instrução CVM n.º 480/09, propôs a divisão das companhias abertas em três categorias, a depender do tipo de valor mobiliário e de seu mercado de negociação. Além disso, a proposta da CVM tinha outros objetivos, os quais foram elencados no referido edital de audiência pública²⁹:

- (i) consolidar as regras que tratam do registro de emissor de valores mobiliários, de modo que os procedimentos de registro, suspensão e cancelamento sejam idênticos para todos os emissores;

²⁸ Cf. Artigo 4º, §3º da Lei das S.A.

²⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública n.º 07/08, p. 5. Disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0719.html. Acesso em: 23 abr. 2019.

- (ii) criar três categorias de emissores de valores mobiliários de acordo com (a) os tipos de valores mobiliários admitidos à negociação; e (b) os mercados em que tais valores mobiliários são admitidos à negociação;
- (iii) estabelecer regimes de prestação de informações adequados a cada uma das categorias criadas;
- (iv) melhorar a qualidade das informações periódicas prestadas por emissores de valores mobiliários; e
- (v) tornar possível que determinados emissores, desde que atendam a certos pré-requisitos, tenham seus pedidos de registro de ofertas de distribuição aprovados com maior celeridade.

Após o processo de audiência pública, foi editada a Instrução CVM n.º 480 (“ICVM 480”), que passou a regulamentar o registro de emissores de valores mobiliários³⁰, fixando os requisitos informacionais aplicáveis às companhias abertas no momento de seu registro junto à CVM.

Inicialmente, no que diz respeito ao tipo societário dos emissores de valores mobiliários, a ICVM 480 determina que, geralmente, tais entidades devem ser constituídas sob a forma de sociedades por ações³¹. As exceções recaem sobre os emissores de notas comerciais e cédulas de crédito bancário, que podem também se organizarem sob a forma de sociedade limitada, bem como sobre os emissores de notas comerciais do agronegócio – NCA, que podem se organizar sob a forma de cooperativa agrícola.

Quanto às categorias de emissores, o artigo 2º do referido normativo nomeia a “categoria A”, na qual os emissores ali enquadrados estão autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários, e a “categoria B”, na qual os emissores encontram-se autorizados a negociar todos os valores mobiliários, com exceção de ações,

³⁰ Ressalta-se que, durante o processo de audiência pública, chegou-se a conclusão de que a adoção de apenas duas categorias de emissores seria mais eficiente, razão pela qual o texto final da Instrução Normativa n.º 490 adotou tal classificação.

³¹ Cf. Artigo 1º da ICVM 480.

certificados de depósito de ações, bem como valores mobiliários que confirmam ao seu titular o direito de adquirir ações ou certificado de depósito de ações.

Seja qual for a categoria da emissora, a ICVM 480 trouxe um rol de diretrizes aplicável à divulgação de informações, determinando que o conteúdo e a forma das informações prestadas devem seguir as seguintes orientações³²:

- (i) as informações divulgadas pelo emissor devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não devem levar o investidor a erro;
- (ii) as informações devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa;
- (iii) as informações devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado;
- (iv) as informações devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários emitidos pelo emissor em questão;
- (v) as informações válidas por um prazo determinado devem ser divulgadas juntamente com o referido prazo;
- (vi) as informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas, sendo que, sempre que possível, as informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes.

As informações periódicas a serem disponibilizadas no site da CVM encontram-se previstas no artigo 21 da ICVM 480, as quais englobam não só documentos societários, mas formulários cuja criação e regulação também ficou a cargo da CVM. As informações que devem ser periodicamente prestadas por todos os emissores de valores mobiliários são:

- (i) formulário cadastral;
- (ii) formulário de referência;
- (iii) demonstrações financeiras;
- (iv) formulário de demonstrações financeiras personalizadas – DPF;

³² Cf. Artigos 14 ao 19 da ICVM 480.

- (v) formulário de informações trimestrais – ITR;
- (vi) todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias, nos termos da lei ou norma específica, no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária;
- (vii) sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia de sua realização;
- (viii) ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis da sua realização, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto;
- (ix) relatório de fatos relevantes apresentado aos debenturistas (que trata o art. 68, §1º, alínea “b” da Lei nº 6.404/76), quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro;
- (x) relatório elaborado pelo agente fiduciário de certificados recebíveis imobiliários, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro;
- (xi) mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral ordinária, na forma estabelecida por norma específica; e
- (xii) informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Observa-se que a divulgação de informações periódicas se aplica igualmente às categorias A e B de emissores, havendo alguns descontos regulatórios apenas no que diz respeito às informações que devem conter o Formulário de Referência das emissoras da categoria B.

Dentre os documentos periódicos exigidos pela CVM, talvez o mais importante seja o Formulário de Referência, que reúne as principais informações necessárias à concessão e manutenção de registros de companhias abertas junto à CVM.

O conteúdo do Formulário de Referência é bastante amplo, composto por vinte e dois grupos distintos de informações. Sua abrangência representou uma

grande mudança se comparado ao conjunto de informações anteriormente exigido das companhias abertas.

A entrega de tal documento deverá ser realizada no momento da formulação do pedido de registro da emissora perante a CVM, devendo a emissora entregá-lo atualizado anualmente, em até cinco meses contados da data do encerramento do exercício social.

Além das informações periódicas, as emissoras devem divulgar informações eventuais, as quais variam de acordo com a categoria dos emissores, conforme se encontra previsto nos artigos 30 e 31 da ICVM 480. Tais informações, diferentemente das periódicas prevista no artigo 21 da ICVM 480, dizem respeito a atos e acontecimentos com os quais um emissor pode ou não se deparar, razão pela qual sua divulgação não é automática.

Dentre as informações eventuais, encontra-se a obrigação de divulgar decisões tomadas em assembleias gerais extraordinárias, em reuniões do conselho de administração e do conselho fiscal, bem como de enviar eventual acordo de acionista arquivado na sede da companhia, merecendo destaque a obrigação de divulgar fatos relevantes, a qual será objeto de análise mais detida no tópico dedicado à Instrução CVM nº. 358/2002.

2.3.2.2 A Instrução CVM nº. 400/03 e o registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

A necessidade de registro de ofertas públicas de valores mobiliários não é uma novidade trazida pela Instrução CVM nº. 400/03 (“ICVM 400”), uma vez que tal obrigação já estava encontrava prevista na Lei nº. 4.728/65³³, sendo certo que, desde tal época, a emissora que se submetia a tal procedimento de registro deveria prestar determinadas informações aos órgãos responsáveis, o que era regulado por meio da Resolução CMN nº. 88/1968.

³³ Cf. Artigo 21 da Lei n.º 4.728/65.

Antes de adentrar-se às obrigações informacionais previstas na Instrução CVM nº. 400/03, importante conceituar o instituto das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, o qual não se encontra tão bem delimitado na legislação e regulação aplicável.

Assim, tem-se que a CVM, por meio da instrução acima mencionada, determina que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primários e secundários deve ser submetida a registro na CVM, seja destinada a pessoas naturais ou jurídicas, fundo ou universalidade de direitos.

Dito isso, no momento da conceituação da distribuição de valores mobiliários, a norma apenas elenca exemplos de quais elementos caracterizam promessas de vendas, oferta à venda ou subscrição de valores mobiliários, não apresentando uma definição descritiva de tal ato.

De acordo com o artigo 3º da ICVM 400, são atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

- (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;
- (ii) a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários,
- (iii) a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;
- (iv) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

(v) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Ainda de acordo com a ICVM 400, entende-se por público geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvando-se aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a emissora.

Percebe-se que a CVM, ao elencar elementos objetivos para a caracterização de uma oferta pública de distribuição de valores, o faz por meio de um rol exemplificativo, de modo que outras formas de captação da poupança popular destinadas à venda de valores mobiliários podem também se enquadrar no conceito de oferta pública (EIZIRIK, GAAL, PARANTE, HENRIQUES, 2011, p. 151).

No que diz respeito ao procedimento de registro de ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, a ICVM 400 estabelece dois regimes, sendo que em um deles o registro deve seguir todas as exigências e etapas previstas em tal ato normativo, enquanto, no outro, certas obrigações são flexibilizadas.

No caso do procedimento padrão, os documentos e informações necessários ao registro de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários encontram-se previstos no Anexo II da ICVM 400, os quais se encontram listados abaixo:

- (i) contrato de distribuição de valores mobiliários;
- (ii) contratos de estabilização de preços e/ou garantias, se houver;
- (iii) outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que toca à distribuição de lote suplementar, se houver;

- (iv) modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição;
- (v) um exemplar da minuta do Prospecto Definitivo ou um exemplar do Prospecto Preliminar e, quando disponível, um exemplar da versão final do Prospecto Definitivo;
- (vi) cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis;
- (vii) minuta do Anúncio de Início de Distribuição;
- (viii) minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição;
- (ix) modelo de certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários, se for o caso;
- (x) a cópia da nota promissória, se for o caso;
- (xi) escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver;
- (xii) declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso;
- (xiii) prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram no ICVM 400, caso aplicável;
- (xiv) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização;
- (xv) declaração assinada pelos representantes legais do ofertante e da instituição líder, atestando a veracidade das informações contidas no prospecto;
- (xvi) declaração, quando for o caso, da bolsa de valores ou da entidade do mercado de balcão organizado informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário, condicionado apenas à obtenção do registro perante a CVM; e
- (xvii) outras informações ou documentos exigidos pela CVM em regulação específica.

A ICVM 400 também prevê hipóteses em que o procedimento de registro de oferta pública é flexibilizado, a depender da observância de alguns critérios fixados na norma. Assim, prevê tal diploma as hipóteses de (i) dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos; mediante solicitação do emissor³⁴; (ii) dispensa automática do registro³⁵; (iii) concessão automática do registro³⁶; e (iv) processo simplificado de análise no processo de registro³⁷.

Para o presente estudo, não nos interessa a análise específica de cada uma das possibilidades de flexibilização do procedimento de registro de ofertas de valores mobiliários, uma vez que o que se pretende aqui é justamente a exposição dos requisitos informacionais exigidos em tal procedimento.

Não obstante, destaca-se que, mesmo prevendo a possibilidade de dispensa do registro ou de alguns dos seus requisitos em determinados casos, a CVM se preocupou em limitar tal faculdade às balizas do “interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor”.³⁸

Destaca-se que, no diz respeito à veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas durante o processo de registro de ofertas públicas, a ICVM atribui tal responsabilidade primariamente ao ofertante, atribuindo à instituição líder³⁹ a obrigação de tomar todas as cautelas para assegurar que as informações prestadas estão em consonância com o disposto em tal norma⁴⁰.

2.3.2.2.1 O prospecto

³⁴ Cf. Artigo 4º da ICMV 400.

³⁵ Cf. Artigo 5º da ICVM 400.

³⁶ Cf. Artigos 6º-A e 6º-B da ICVM 400.

³⁷ Cf. Artigo 6º da ICVM 400.

³⁸ Cf. Artigo 4º da ICMV 400.

³⁹ As instituições líderes são intermediários que, via de regra, devem obrigatoriamente integrar os processos de distribuição pública de valores mobiliários (Cf. Artigo 19, §4º da LMVM e Artigo 3º, §2º da ICVM 400).

⁴⁰ Cf. Artigo 56 da ICVM 400.

Também no âmbito do procedimento de registro de ofertas públicas, o prospecto é documento de grande importância no que diz respeito às obrigações informacionais impostas pela CVM aos emissores de valores mobiliários.

Conforme encontra-se definido na ICVM 400, o prospecto é o documento elaborado pelo ofertante, em conjunto com a instituição líder, que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, que tem como objetivo auxiliar o investidor na tomada de decisões⁴¹.

Para além do caráter informativo aos investidores, Aline Aragão (ARAGÃO, 2010, p. 230) elenca a função protetiva desempenhada pelo prospecto. Para o ofertante dos valores mobiliários, o prospecto serve como um instrumento de proteção, uma vez que, a correta divulgação de informações em tal documento constitui uma forma de exclusão de sua responsabilidade mediante a transferência do risco ao investidor que realizar a subscrição do valor mobiliário por ele negociado.

Para a instituição intermediária, a correta divulgação de informação em tal documento também tem caráter protetivo, uma vez que a inexatidão dos dados ali contidos também é de responsabilidade de tal instituição.

Nesse sentido, a ICVM 400 determina que o prospecto deve conter dados e informações sobre:⁴²

- (i) a oferta;
- (ii) os valores mobiliários objeto da oferta que lhes são inerentes;
- (iii) o ofertante;
- (iv) a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;
- (v) terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e
- (vi) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

⁴¹ Cf. Artigo 38 da ICVM 400.

⁴² Cf. Artigo 39 da ICVM 400.

Os documentos e informações que constituem o conteúdo mínimo do prospecto encontram-se elencados no Anexo III à ICVM 480, podendo a CVM definir, em normas próprias, conteúdos diversos conforme as características da operação.⁴³

2.3.2.2 A Instrução CVM nº. 358/02 e a obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes

O surgimento da obrigatoriedade de divulgação das informações relevantes remete à Resolução CMN nº. 88, de 1968, a qual cumpriu a tarefa de ser o primeiro instrumento normativo a conceituar a figura do “fato relevante” (PROENÇA, 2005, p. 276). Tal normativo determinava que o registro de uma companhia junto ao Banco Central estaria condicionado à assunção, por parte da sociedade, do compromisso de revelar elementos relevantes que tivessem o condão de “afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores”.

Posteriormente, tal obrigação foi confirmada pela Lei das S.A., bem como pela Instrução CVM nº. 31, de 8 de fevereiro de 1984, a qual regulava a divulgação de fatos relevantes pelas companhias abertas. Em sequência, tal norma foi suplantada pela Instrução CVM nº. 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICM 358”), a qual rege até a presente data tal disciplina.

Determina, assim, a ICVM 358, ser relevante qualquer 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 tenha o condão de influir, de modo ponderável⁴⁴:

- (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- (ii) na decisão do investidor de comprar ou vender aqueles valores mobiliários; e

⁴³ Ibidem.

⁴⁴ Cf. Artigo 2º da ICVM 358.

(iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a ele relacionados.

Tal definição encontra-se em consonância com o já referido artigo 157, §4º da Lei das S.A., que estabelece que a relevância de um fato está relacionada à possibilidade de sua influência sobre investidores na tomada de decisões de investimento.

Da definição de fato relevante, observa-se que sua caracterização se dá numa análise anterior à sua divulgação, de maneira que caberá aos administradores das companhias abertas fazer juízo de valor sobre a probabilidade de um determinado fato impactar no processo decisório dos investidores.

Mais do que isso. De acordo com entendimento esposado pelo Colegiado da CVM, a relevância de um fato não é afetada caso sua divulgação não tenha acarretado mudanças na cotação de ações ou no volume negociado. O importante, de acordo com tal decisão, é o “que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer”.⁴⁵

Exatamente pela dificuldade existente num exame apriorístico de fatos cuja relevância é potencial, optou a CVM por elencar uma lista de exemplos de fatos determinantes para fins de cumprimento do regime de divulgação obrigatória imposto por tal órgão.⁴⁶ Em que pese conter diversas hipóteses, a lista prevista na ICVM 358

⁴⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Colegiado da CVM, PAS CVMRJ 2006/5928, j. 17.04.2007, rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

⁴⁶ Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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 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.

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

é exemplificativa, não exaurindo os possíveis fatos relevantes passíveis de divulgação.

Diante da generalidade dos termos empregados pela ICVM 358 para a definição de um fato relevante, importantes parâmetros foram fixados no julgamento do Processo Sancionador CVM n.º RJ2006/4776⁴⁷. Em tal oportunidade, o Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa elencou três importantes parâmetros para a atuação do administrador frente a fatos potencialmente relevantes.

O primeiro deles, como já foi tratado, diz respeito à análise apriorística da relevância de um determinado fato, o que significa que apenas a potencialidade do caráter relevante de um acontecimento importa para o cumprimento das disposições contidas na ICVM 358, sendo irrelevante se tal fato efetivamente gerou os resultados que dele se esperavam.

O segundo parâmetro fixado em tal decisão é da mensuração de fatos cujo impacto ocorre indiretamente sob a companhia em questão. De acordo com o Diretor-Relator, o cálculo da relevância de um fato é mais fácil nos casos em que “impacto do ‘fato’ sobre os negócios da companhia é direto”.

-
- V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
 - VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
 - VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
 - VIII - transformação ou dissolução da companhia;
 - IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
 - X - mudança de critérios contábeis;
 - XI - renegociação de dívidas;
 - XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
 - XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
 - XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
 - XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
 - XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
 - XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
 - XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
 - XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
 - XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
 - XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
 - XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Colegiado da CVM, PAS CVMRJ 2006/4776, j. 17.01.2007, rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

Como exemplo de fatos que impactam diretamente nos negócios da companhia, foram citadas a parada extraordinária das atividades de uma linha industrial da companhia e o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho sobre a companhia. Nesse caso, o impacto financeiro provocado por tais fatos é de fácil constatação, razão pela qual sua caracterização como relevante não gera maiores problemas para o administrador.

No entanto, muitas vezes o gestor de uma companhia se depara com fatos cujo impacto não é diretamente mensurável, como o início de uma demanda judicial ou a concessão de um empréstimo por parte da sociedade.⁴⁸

Em tais casos, cabe ao administrador realizar um juízo de ponderação sobre o impacto potencial de um fato de acordo com sua probabilidade de ocorrência, de maneira a definir sua relevância. Nesse sentido, no exemplo citado do início de um processo judicial, deve o administrador considerar a probabilidade de perda em tal demanda, para então dimensionar a relevância de tal fato para fins de divulgação ao mercado.

Por fim, a terceira premissa fixada na decisão em comento é que fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Tal afirmação é justificada pelo Diretor-Relator pelo fato de que uma informação, ainda que aparentemente pouco relevante, pode causar os seguintes resultados: (i) fornecer elementos sobre a capacidade dos administradores, o que demonstraria a forma como os negócios sociais serão tratados no longo prazo; ou (ii) demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas.

Em que pese a divulgação de fatos relevantes depender de um exame apriorístico, sendo necessária a exposição de acontecimentos que nem sequer se concretizaram, a Lei das S.A., em seu artigo 157, §5º, e o artigo 6º da ICVM 358, determina que certos atos ou fatos podem, em que pese sua relevância, deixarem de

⁴⁸ De acordo com o Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, tais fatos pode ser neutros, “pois a demanda judicial pode ser julgada improcedente e o empréstimo, concedido em taxa similar ao custo de captação, pode ser pago pelo credor e, em ambos os casos, não há, nesse momento inicial, a certeza sobre o resultado futuro”.

ser divulgados caso sua disponibilização coloque em risco interesse legítimo da companhia.

Não obstante, caso tais informações escapem ao controle da companhia, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade dos valores mobiliários de referida companhia, os administradores ou acionistas controladores deverão prontamente divulgar tal fato.

Caso pare alguma dúvida sobre a obrigatoriedade da divulgação de determinado fato em virtude da exceção prevista no artigo 6º da ICVM 358, referida norma estabelece um procedimento de consulta junto à CVM por iniciativa dos administradores da sociedade sobre a necessidade ou não de divulgação de um fato.⁴⁹

Os fatos e atos relevantes devem ser divulgados de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público, sendo facultada à CVM ordenar a correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante⁵⁰, bem como a prestação de esclarecimentos adicionais acerca da informação por parte do diretor de relações com investidores⁵¹

Os fatos relevantes poderão ser divulgados, alternativamente, por meio de publicação em jornais de grande circulação normalmente utilizados pela companhia, ou pela divulgação em ao menos um portal de notícias com página na internet que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade.⁵²

Quanto ao titular da obrigação de divulgar fato relevante, a ICVM 358 atribuiu ao diretor de relações com os investidores a competência para enviar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia forem negociados, os atos e fatos relevantes ocorridos⁵³.

⁴⁹ Cf. artigo 7º da ICVM 358.

⁵⁰ Cf. artigo 3º, §§1º e 5º da ICVM 358.

⁵¹ Cf. artigo 4º da ICVM 358.

⁵² Cf. artigo 3º, §4º da ICVM 358.

⁵³ Cf. artigo 3º da ICVM 358.

No entanto, competem aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas comunicar ato ou fato relevante de que tomem ciência ao diretor de relações com investidores, a quem caberá promover sua divulgação.⁵⁴ Caso tal diretor assim não o faça, caberá a tais pessoas comunicar o ato ou fato relevante diretamente à CVM, momento em que se eximirão de suas respectivas responsabilidades.⁵⁵

Quanto ao aspecto temporal, a divulgação de fato ou ato relevante deve ocorrer, preferencialmente, antes do início ou após o encerramento das negociações no mercado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos. Trata-se de lógica que permite que a divulgação seja realizada de maneira equânime, conferindo aos destinatários tempo suficiente para processar o seu conteúdo (PITTA, 2013, p. 217).

Por tal razão, a ICVM determina que caso uma companhia negocie seus valores mobiliários em mercados de países diferentes, a divulgação do fato deverá ser feita antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países⁵⁶ do sistema eletrônico de informações disponibilizado pela CVM, sendo necessário seu encaminhamento à bolsa de valores e à entidade administradora do mercado de balcão em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam negociados.

⁵⁴ Cf. artigo 3º, §1º da ICVM 358.

⁵⁵ Cf. artigo 3º, §2º da ICVM 358

⁵⁶ Cf. Artigo 5º, §1º da ICVM 358. De acordo com tal dispositivo, em caso de incompatibilidade, prevalecerá o horário de funcionamento brasileiro.

3. A FALHA INFORMACIONAL E OS DEFEITOS DO NEGÓCIO JURÍDICO

A falha informacional, aqui concebida como o descumprimento dos deveres impostos pelo regime de divulgação de informações aplicável às sociedades anônimas abertas, é comumente relacionada à responsabilização dos administradores e/ou da companhia, nos casos em que os investidores sofrem prejuízos decorrentes de tal falha, e às sanções aplicadas pela CVM.

Ocorre que, ao analisar as transações envolvendo valores mobiliários em mercados de bolsa ou de balcão, observa-se que, em que pese a presença de vários agentes e intermediários envolvidos na negociação de tais ativos, em última análise as compras e vendas realizadas em tais ambientes são negócios jurídicos de compra e venda de ativos. Carlos Alberto Bittar definiu os negócios jurídicos como fatos jurígenos humanos, oriundos de declarações de vontade dirigidas à obtenção de efeitos preordenados no sistema de direito (BITTAR, 2007, p. 187). Ao inserir uma ordem de compra ou de venda no home broker de determina corretora de valores mobiliários, está o investidor emitindo uma declaração de vontade, cujo objetivo é exatamente obter efeitos preordenados no ordenamento jurídico: a transferência de ativos representativos de direitos.

Enquanto declaração de vontade por excelência, o negócio jurídico deve cumprir alguns requisitos para sua efetiva validade. Tais requisitos foram resumidos por Antônio Junqueira de Azevedo, para quem a declaração de vontade da qual origina um negócio jurídico deve ser: (i) resultante de um processo volitivo; (ii) querida com plena consciência da realidade; (iii) escolhida com liberdade; e (iv) deliberada sem má fé. Em caso negativo, o “negócio jurídico poderá ser nulo, por exemplo, no primeiro caso, por coação absoluta, ou falta de seriedade, anulável por erro ou dolo, no segundo; por coação relativa, no terceiro, e por simulação, no quarto” (AZEVEDO, 2007, pp. 11-12).

Será cabível a anulação por erro ou dolo quando houver no concreto disparidade entre o que o agente de fato pretende e o que declara. A depender do caso, esse desencontro entre a vontade declarada e a vontade interna pode ser

causada voluntária ou involuntariamente, ficando caracterizado em tais casos o erro ou dolo, respectivamente.

O descompasso entre as consequências jurídicas de uma declaração de vontade e a expectativa do declarante estão relacionadas a um equívoco na interpretação da realidade fática que envolve a celebração de um determinado negócio jurídico. Trazendo tal premissa para a negociação pública de valores mobiliários, verifica-se que as informações divulgadas por sociedades emissoras são o mais relevante substrato fático para a celebração de um negócio jurídico dessa espécie.

Os negócios realizados no mercado de valores mobiliários enquadram-se na categoria de transações definida por Christian Sahb Lopes (LOPES, 2011, p. 31), na qual as partes, visando obter melhor barganha, tendem a não divulgar todas as informações que envolvem o contrato em prospecção. Por essa razão, as obrigações informacionais incidentes sobre sociedades emissoras de valores mobiliários negociados publicamente são tão completas. E, mesmo que assim não fossem, o próprio princípio da boa-fé contratual tem como desdobramentos os deveres anexos informativos, os quais determinam que cada parte deve informar a outra sobre os dados que a contraparte ignore e não tenha condições de obter (MARTINS-COSTA, 2015, p. 40).

Nesse sentido, é possível que eventual falha informacional venha a distorcer a realidade e gere um vício na declaração de vontade de uma das partes do negócio jurídico envolvendo valores mobiliários. Tal vício, quando cumprido alguns requisitos (os quais serão abordados a seguir), pode ocasionar a anulação daquele negócio, seja pela existência de erro ou dolo.

Não obstante tal possibilidade, a doutrina e a jurisprudência pouco exploraram essa forma de tratar o problema da falha informacional, sendo que os investidores costumam se limitar a buscar indenizações pelos danos sofridos, não se preocupando em questionar a validade do negócio jurídico de aquisição dos valores mobiliários em questão.

Ocorre que, por vezes, as falhas informacionais podem influenciar de maneira significativa a manifestação de vontade de uma parte contratante, influenciando

efetivamente o investidor a tomar uma decisão que, caso tivesse conhecimento da realidade dos fatos, não tomaria. Em tais casos, onde o defeito do negócio jurídico opera uma influência determinante na formação da vontade do declarante, o legislador salvaguarda os direitos das partes prejudicadas, prevendo a possibilidade de anulação desses negócios jurídicos.

3.1 DEFEITOS DO NEGÓCIO JURÍDICO

O negócio jurídico, em seu conceito contemporâneo, foi definido por Antônio Junqueira de Azevedo como “fato jurídico consistente em declaração de vontade, a que o ordenamento jurídico atribui os efeitos designados queridos, respeitados os pressupostos de existência, validade, eficácia imposto pela norma jurídica que sobre ele incide” (AZEVEDO, 1986, p. 16).

Da definição acima apresentada, verifica-se que o negócio jurídico tem como ponto de formação uma declaração de vontade, a qual, munida de determinados requisitos, é capaz de produzir certos resultados no mundo jurídico. Trata-se, portanto, do suporte fático primordial do negócio jurídico, sem o qual sua existência estaria prejudicada.

A vontade que dá origem ao negócio jurídico, no entanto, repousa não somente na manifestação expressa, externada por escrito ou por outra forma de comunicação. O querer individual, a vontade interna, também tem influência na moldagem do negócio jurídico. Nesse sentido, os teóricos do direito civil vem debatendo acerca de quais dessas “espécies” de vontade devem prevalecer na interpretação de um negócio jurídico: a vontade real ou a vontade declarada. Essa dicotomia, por sua vez, gerou o surgimento das teorias da vontade e da declaração, as quais convivem e dialogam até hoje no universo jurídico.

A teoria da vontade real tem como pressuposto que a essência do negócio jurídico é o querer individual; a vontade interna do autor da declaração que originou o negócio. Sistematizada por Savigny, a teoria da vontade real determina que a existência do negócio jurídico pressupõe a existência de dois elementos: a vontade

interna e a declaração de vontade. Em que pese ambos elementos serem interligados, os adeptos de teoria da vontade entendem ser a declaração da vontade mero instrumento para que a vontade interna chegue ao mundo dos fatos (NERY JUNIOR, 1983, p. 9; GOMES, 2010, p. 274).

Nesse sentido, nos casos de falta de vontade interna, ou quando esta encontrar-se viciada, a teoria da vontade entende ser inexistente o negócio jurídico, indicando o prevalecimento da vontade interna sobre a declarada. Conforme preceitua Humberto Theodoro Júnior (JÚNIOR, 2002, p. 75), a teoria da vontade real levada ao extremo implicaria a invalidade de todo ato afetado por vício de consentimento, em virtude da ausência de vontade que lhe desse substrato.

Lado outro, a teoria da declaração surge como uma resposta à insegurança imposta às relações jurídicas pela teoria da vontade real, deslocando o fundamento do negócio jurídico da vontade interna para a declaração de vontade. Segundo tal teoria, a vontade interna não seria um dos elementos essenciais do negócio jurídico, importando tão somente as circunstâncias nas quais tal vontade foi declarada. A interpretação do negócio jurídico e a análise de sua validade não estariam ligadas à intenção da parte declarante, mas sim ao sentido literal de tal declaração (NERY JUNIOR, 1983, p. 11; e PINTO, 1995, p. 25).

Nesse sentido, tem-se a seguinte situação: os defensores da teoria da declaração defendem não haver a necessidade de intenção dirigida a um determinado resultado jurídico, bastando que haja a declaração da vontade de forma clara e suficientemente séria para a formação do negócio jurídico. Por outro lado, os defensores da teoria da vontade defendem ser essencial a coincidência entre a intenção e a declaração da vontade para a validade dos negócios jurídicos, prevalecendo, sempre que houver conflito, a vontade interior sobre a vontade declarada (CIFUENTES, 1974, p. 90).

Figurando como um meio termo entre a teoria da vontade real e a teoria da declaração, a teoria da confiança também defende ser a manifestação o elemento primordial na análise do negócio jurídico, sob o argumento de que “o direito deve visar antes a certeza do que a verdade” (GOMES, 1980, p. 277). A inovação trazida por tal teoria encontra-se no deslocamento do foco da análise do dissídio entre a vontade e a declaração. Antes, tal análise era realizada levando em conta apenas o emissor da

vontade. Para os adeptos da teoria da confiança, é preciso levar em conta também o comportamento de quem recebe a declaração, verificando se este manteve sua expectativa de vinculação de acordo com a boa-fé.

Diante das teorias que em boa parte se opõem, o direito brasileiro adotou, ao prever a figura dos vícios de consentimento, a teoria da vontade real, facultando ao prejudicado anular os negócios jurídicos em que o consentimento não se deu de forma livre e/ou bem informada. Nesse sentido, prevê o artigo 122 do Código Civil que “nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem”.

Quanto ao erro substancial, o Código Civil seguiu o exemplo da legislação italiana e portuguesa ao aplicar a teoria da confiança, uma vez que o erro passível de anulação deveria ser percebido por qualquer pessoa de diligência normal (JUNIOR, 2003, p. 27).⁵⁷

Certo é que, nos casos em que a vontade interna do declarante não se encontra alinhada com sua respectiva manifestação externa, o legislador reputou o negócio jurídico realizado sob tais condições como defeituoso, passível de anulação ou nulo de pleno direito.

Os defeitos do negócio jurídico, em linhas gerais, são as imperfeições que nele podem surgir, as quais nascem no momento da formação da vontade ou na sua declaração (AMARAL, 2008, p. 489). No primeiro caso, têm-se os chamados vícios da vontade, os quais englobam o erro, dolo, coação, estado de perigo e a lesão. No segundo caso, enquadra-se a simulação, acrescentando a essas categorias a figura da fraude contra credores.

Para o presente estudo, interessa análise mais aprofundada sobre os institutos do erro e dolo, os quais poderiam ser aplicáveis aos negócios jurídicos envolvendo valores mobiliários negociados em bolsa ou mercado de balcão realizados em situações de falha informacional.

⁵⁷ Da mesma forma, nos casos de dolo e coação, o legislador prestigiou a teoria da confiança, uma vez que é necessária a culpa do beneficiário para a configuração do vício de consentimento (cf. Artigos 148 e 154) do código civil.

3.1.1 O ERRO

O erro é comumente conceituado pelos civilistas como a falsa percepção ou a falta de percepção da realidade em relação à pessoa, ao objeto ou ao próprio negócio formado, o que gera uma incompatibilidade entre a vontade e a sua declaração (SILVA PEREIRA, 2017, p. 429; e MOTA PINTO, 1985, p. 505).

No erro, verifica-se a divergência entre a vontade declarada e a vontade hipotética, que, caso o declarante não estivesse em erro, existiria (AMARAL, 2008, p. 492). Tal defeito do negócio jurídico possui algumas modalidades que, a depender de sua classificação, são mais ou menos relevantes para o direito.

O erro, por exemplo, pode ser classificado como erro vício ou erro obstáculo. No erro vício, o defeito do negócio recai sobre a formação da vontade e não especificamente sobre sua manifestação. A vontade efetivamente existe, mas o erro paira sobre as razões psicológicas que levaram o agente a declará-la. Em contrapartida, no erro obstáculo, a vontade não corresponde à declaração, em virtude de inexatidão ou imprecisão na sua manifestação (TRABUCCHI, 1973, p. 158). Os erros de digitação podem ser considerados erros obstáculos.

Outra importante distinção entre as modalidades de erro diz respeito ao objeto sobre o qual ele recai, havendo em tal subdivisão o erro de fato e o erro de direito. O erro de fato recai sobre as circunstâncias e demais elementos do negócio jurídico, como pessoa, objeto, qualidade ou quantidade. O erro de direito, de seu turno, consiste em um falso conhecimento da lei. Via de regra, o erro de direito não pode ser alegado para justificar o descumprimento de norma jurídica; pode, no entanto, ser motivo de anulação do negócio jurídico caso não implique recusa à aplicação da lei e seja motivo relevante para tal negócio⁵⁸.

No direito brasileiro, o erro encontra-se previsto no artigo 138 do Código Civil⁵⁹, o qual indica a necessidade de dois requisitos para a sua configuração, com a

⁵⁸ Cf. artigo 139, III, do Código Civil.

⁵⁹ “Art. 138. São anuláveis os negócios jurídicos, quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoas de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio.”

consequente anulação do negócio jurídico praticado sob sua influência: a substancialidade e a cognoscibilidade.

3.1.1.1 O erro substancial e cognoscível

O erro substancial ou essencial pode ser definido como aquele cuja existência é imprescindível para a celebração do negócio jurídico. Ou seja, caso o agente conhecesse a verdade antes da manifestação da vontade, não haveria a consentido em concluir o negócio jurídico (AMARAL, 2008, p. 493).

A substancialidade do erro, portanto, diz respeito somente à sua relevância frente à celebração do negócio jurídico, de modo que este pode recair sobre a pessoa a quem se refere a declaração da vontade, o objeto principal da declaração ou a alguma de suas qualidades essenciais, ou ainda sobre a própria natureza do ato.⁶⁰

No erro substancial sobre a pessoa, o engano recai sobre a identidade ou qualidade essencial do sujeito a que se refere a declaração da vontade. Tal modalidade de erro é extremamente relevante nos negócios jurídicos *intuitu personae*, como no casamento, nos atos a título gratuito e nas demais contratações cujo elemento pessoal é determinante para sua realização, como no mandato, contrato de prestação de serviços e de sociedade.

Em se tratando de erro quanto à identidade, a caracterização da sua essencialidade somente ocorrerá caso seja impossível identificar, pelo contexto e pelas circunstâncias da declaração de vontade, a pessoa ou a coisa a que se refere a manifestação, nos termos do artigo 142 do Código Civil.

O erro substancial sobre o objeto principal da declaração recai sobre a identidade ou qualidade da coisa objeto do negócio jurídico, casos em que a manifestação da vontade se refere sobre objeto diverso daquele que o agente tinha em mente. Na hipótese em que o agente deseja comprar um bem X e acaba adquirindo o bem Y, tem-se o erro quanto à identidade do objeto. É o caso, por

⁶⁰ Cf. artigo 139 do Código Civil.

exemplo, de pessoa que entende estar alugando uma casa de campo, quando na verdade o locador imagina estar colocando para alugar sua casa localizada na cidade (SANTOS, 1980, p. 294).

Tal modalidade de erro, no entanto, pode recair também sobre as qualidades esperadas do objeto em questão. Isso é, o erro acerca das qualidades essenciais da coisa é observado quando o motivo determinante do negócio é a suposição de que seu objeto possui determinada qualidade que, em verdade, não existe. Como exemplo, tem-se o indivíduo que compra relógio dourado reputando ser feito de ouro maciço, enquanto na verdade a peça é apenas banhada a ouro (MELLO, 1999, p 124).

Referida modalidade de erro é a que mais interessa para fins de análise da possibilidade de anulação de negócios jurídicos envolvendo valores mobiliários afetados por falhas informacionais.

Por fim, o erro substancial quanto a natureza do ato ocorre quando uma das partes, pretendendo celebrar determinado negócio jurídico, manifesta sua vontade celebrando negócio jurídico diverso, de outra categoria jurídica. Segundo Pontes de Miranda (PONTES DE MIRANDA, 1956, p. 287), há em tais casos divergência relacionada à espécie do negócio, distinguindo-se o significado objetivo do ato do significado que lhe foi atribuído pelo manifestante. Nesse sentido, o erro quanto ao ato é observado nos casos em que alguém realiza empréstimo de algo para alguém, que recebe a coisa como se lhe houvesse sido doada.

Ressalta-se que, conforme já mencionado, o erro de direito que não implicar recusa ao cumprimento legal e consistir motivo relevante para a celebração do negócio jurídico também é considerado erro substancial, passível de anulação nos termos do artigo 139, III do Código Civil.

Quando o erro não é revestido de essencialidade, este é conhecido como erro accidental, o qual não acarreta a anulabilidade do negócio jurídico celebrado sob sua influência. Geralmente, o erro accidental não é o motivo determinante pelo qual um agente celebra um negócio jurídico, influenciando, quando muito, os termos e condições daquele negócio. O erro accidental, assim, pode recair tanto sobre a qualidade quanto sobre a quantidade do negócio (PEREIRA, 2017, p. 306), sendo que, em ambos os casos, o requisito da essencialidade não é atingido.

O segundo requisito encontra-se diretamente ligado à adoção, por parte do legislador brasileiro, da teoria da confiança aplicável aos vícios de declaração da vontade. Importante destacar que esse requisito gerou considerável discussão por parte da doutrina quanto ao seu significado.

Isso porque, conforme determina o artigo 139 do Código Civil, somente são passíveis de anulação os negócios jurídicos eivados de erro “que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio”, o que dá pistas de que o referido diploma legal adotou o requisito da escusabilidade para fins do juízo de anulabilidade de negócio jurídico celebrado com base em erro.

Ocorre que, o Código Civil italiano e o Código Civil português adotaram o requisito da cognoscibilidade juntamente à essencialidade do erro para determinar a anulabilidade de negócio jurídico em tais circunstâncias. Isto é, além de essencial, o erro alegado pela parte que deseja anular o enlace jurídico deveria ser conhecido ou conhecível pela parte contrária. Menezes Cordeiro, inclusive, argumenta pela inexistência do requisito da escusabilidade no direito português, eis que a essencialidade englobaria outros requisitos, assim como a escusabilidade, de maneira que “perante um erro indesculpável, será mais difícil exigir à contraparte o dever de conhecer a essencialidade do mesmo” (CORDEIRO, 2014, p. 851).

Comparando a legislação italiana ao artigo 139 do Código Civil, uma série de autores se manifestaram no sentido de que o códex brasileiro havia acolhido o sistema italiano, o qual privilegiava o requisito da cognoscibilidade sobre a escusabilidade.

No entanto, Moreira Alves foi categórico ao afirmar que o critério previsto no artigo 139 do Código Civil não havia adotado o modelo italiano, mas sim utilizado o padrão abstrato do homem médio para a aferição da escusabilidade do erro alegado (ALVES, 2003, p. 110).

No que diz respeito a tal polêmica, nos filiamos a posição defendida por José Fernando Simão (SIMÃO, 2007, p. 462), para quem a adoção da teoria da confiança pelo Código Civil gera a interpretação de que o segundo requisito previsto no artigo 139 de tal diploma legal refere-se não à escusabilidade, mas à cognoscibilidade do erro:

(...) o Código exigiu apenas a cognoscibilidade e não a escusabilidade como requisito do erro, já que, tendo adotado a teoria da confiança, calcada na boa-fé objetiva e na eticidade, o negócio deve ser mantido, se gerou justa expectativa do declaratório, sendo que tal expectativa merece proteção jurídica. A adoção da cognoscibilidade como requisito se comprova pela dicção dos artigos 148 e 155, que, ao tratarem do dolo e da coação provinda de terceiros, seguem a mesma principiologia: o negócio só é anulável se o vício era conhecido ou poderia ser conhecido pelo contratante beneficiado.

A cognoscibilidade demanda que a parte que alegue o erro demonstre que era possível que a outra parte conhecesse ou não devesse ignorar que o declarante da vontade se encontrava em erro naquele momento. A cognoscibilidade se difere em certo grau à omissão dolosa, na medida em que, enquanto naquela é preciso demonstrar que o receptor da declaração da mensagem realmente se omitiu em relação ao fato que recebeu, o erro cognoscível apenas demanda a comprovação de que o receptor do ato declaratório poderia reconhecer que a manifestação da vontade se deu em situação de erro. Assim, na hipótese em que o terceiro receptor se aproveite voluntariamente do erro do declarante, estaríamos diante de um comportamento doloso por omissão. Nesse sentido é o entendimento de Humberto Theodoro Júnior (JÚNIOR, 2003, p. 43):

o terceiro que negocia com o declarante em erro substancial não pode agir com a consciência de estar aproveitando do questionado erro, porque aí o vício de consentimento deixaria de ser o do art. 138 e passaria para o campo do dolo por omissão (art. 147). O defeito fica confinado ao erro apenas quando a conduta do contratante beneficiário for apenas culposa.

A teoria da confiança encontra-se presente em tal disposição na medida em que, tanto quem declara quanto quem recebe a declaração deve certificar que a realidade que permeia a relação negocial foi corretamente entendida por ambas as partes. Ou seja, se o negócio gerou justa expectativa na outra parte, em virtude da ausência da cognoscibilidade do erro, não haveria que se falar em anulação do enlace. A exigência da cumulação da essencialidade com a cognoscibilidade se justifica na medida em que a contraparte ficaria excessivamente desprotegida se o negócio jurídico viesse a ser anulado, ainda que por elemento essencial, mas cuja essencialidade fosse desconhecida ou imprevisível.

3.1.1.2 O erro sobre os motivos

De acordo com o artigo 140 do Código Civil, o erro quanto aos motivos para a celebração do negócio somente tem o condão de anulá-lo quando tais motivos forem expressos como razões determinantes. Os motivos, referidos por AMARAL (2006, p. 496) como “simples representações psíquicas internas que levam à execução do ato, mas que não são sua causa determinante”, salvo se expressamente estipulados como determinantes, não podem ensejar a anulação do negócio jurídico, sob pena de, caso contrário, transferir à outra parte risco estritamente pessoal relacionado ao interessado na anulação (GHESTIN, GOUBEUX, 1994, p. 473).

Por tal razão é que as partes de um contrato costumam inserir, em formas de “considerandos”, as circunstâncias nas quais o negócio foi firmado, de modo a formalizar expressamente quais são os motivos essenciais que levaram aquele determinado negócio. Caso alguma dessas circunstâncias se mostre falsa ou imprecisa, o negócio jurídico em questão poderá ser anulado, justamente pelo caráter essencial que as partes atribuíram aos “considerandos” elencados no contrato.

3.1.1.3 Interesse negativo

Como será visto a frente no presente trabalho, o erro, diferentemente do dolo, não depende da participação nem da concorrência da outra parte contratante para sua configuração. Embora a existência do instituto do erro se encontre vinculada ao requisito da cognoscibilidade, é possível que o outro figurante da relação negocial acredite na validade da manifestação da vontade viciada pelo erro, hipótese em que sua anulação poderia lhe ocasionar danos. É o caso, por exemplo, de um contrato anulado cuja contraprestação pecuniária já foi destinada pela outra parte.

Em tais casos, a legislação alemã adotou a chamada doutrina de “interesse negativo”, que determina uma indenização para o contratante que não concorreu para o erro e foi prejudicado com a anulação do negócio jurídico:

§122 – Obrigação de indenização do impugnante. Se uma declaração de vontade, de acordo com o §118 [hipótese da falta de seriedade na declaração], for nula ou, com fundamento no §§119 e 120 [hipóteses de erro] (for) impugnada, terá o declarante, se a declaração devia ser enunciada ante um outro, de indenizar a este ou, senão, a qualquer terceiro, o dano que o outro ou terceiro sofreu pela circunstância de que confiou na validade da declaração, contudo, não além da importância do interesse que o outro, ou o terceiro, tinha na validade da declaração. A obrigação de indenização do dano não tem lugar se o prejudicado conhecia o fundamento da nulidade ou da impugnabilidade ou, por negligência, não conhecia (devia conhecer).⁶¹

Em que pese a legislação brasileira não ter adotado previsão semelhante, a aplicação da teoria negativa é defendida por alguns autores como consequência natural do princípio da boa-fé objetiva. Nesse sentido, Pontes de Miranda já alertava sobre a possibilidade de que a outra parte do contrato viesse a confiar na validade da manifestação de vontade da parte em erro, situação que lhe traria prejuízos por ter acreditado na consecução do negócio. Nesses casos, referido autor defendia que o interesse negativo deveria ser devidamente indenizado nos casos em que o destinatário da declaração da vontade não contribuiu para o erro e acaba sendo prejudicado pela anulação do negócio jurídico (PONTES DE MIRANDA, 1983, pp. 83-89).

Nesse mesmo sentido, Silvio Venosa defende que a anulação do negócio em virtude de erro desloca a responsabilidade para aquele que pede a anulação do negócio e não para o destinatário da declaração da vontade, sob a justificativa de que aquele seria o único responsável pela má destinação do negócio. Caso contrário, recairia sobre o declaratório ônus duplo, uma vez que este seria prejudicado pela anulação do negócio jurídico e também pela absorção dos prejuízos decorrentes dos valores a serem pagos ou devolvidos a outra parte (VENOSA, 2013, p. 358).

⁶¹ ALEMANHA. Bürgerliches Gesetzbuch, de 1 de janeiro de 1900 apud CASILLO, João. O erro como vício da vontade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 80.

Em virtude da ausência de previsão determinando a indenização nos casos de interesse negativo, os autores que reconhecem a aplicação e tal doutrina no direito brasileiro por meio do princípio da boa-fé objetiva defendem que o judiciário deve coibir as situações em que os contratantes de boa-fé venham a ser prejudicados pela anulação de um negócio jurídico eivado de erro, seja por meio da concessão de indenizações a tais partes, seja pela ausência de condenação de tais sujeitos a devolverem as contraprestações recebidas no negócio ou de pagarem honorários e custas sucumbenciais no processo judicial.

3.1.2 O DOLO

O dolo, como definido por Francisco Amaral (AMARAL, 2008, p. 497), é o artifício ou expediente audacioso empregado com o objetivo de induzir alguém a praticar um ato que o prejudique, beneficiando o autor do dolo ou a terceiro. Trata-se, de fato, de prática utilizada para, voluntariamente, induzir ou manter em erro o autor da declaração da vontade.

Diferentemente do erro, cuja ocorrência se dá espontaneamente, o dolo é a provocação intencional do erro (ESPÍNOLA, 1929, p. 307). Haja vista que o dolo é caracterizado pela indução voluntária de uma parte ao erro, seu resultado também é a concretização de vício de consentimento, o que enseja também a anulação do negócio jurídico praticado em tais condições. Veja-se que, também diferentemente do que acontece com o erro, o dolo não é em si o vício da vontade, mas sim a causa do vício da vontade (MENDES, 1979, p. 158).

O dolo, assim como o erro, também conta com diversas subdivisões e espécies. Talvez a mais importante dessas divisões seja aquela realizada entre o dolo principal e o dolo accidental.

O dolo principal é aquele que é causa determinante da declaração da vontade. Em tais casos, o negócio em questão apenas é consumado em virtude da utilização do artifício doloso para induzir a outra parte a praticar determinado ato.

Por outro lado, no dolo accidental, embora tenha havido a utilização de expediente audacioso com o objetivo de influenciar outra parte, o negócio em questão teria se realizado de toda forma, mesmo sem a interferência do autor do dolo. Nesse sentido, Silvio Rodrigues leciona que nas duas hipóteses verifica-se a deliberação de um contratante iludir o outro. No caso do dolo principal, o artifício faz gerar uma anuência “que jazia inerte e que de modo nenhum se manifestaria sem o embuste”. Por outro lado, no caso do erro accidental, o consentimento para a formação do negócio aconteceria da mesma forma, implicado à vítima do dolo apenas maior onerosidade na celebração do negócio. Nessa hipótese, o ato ilícito, embora não configure vício de consentimento, enseja a reparação do dano sofrido pela parte inocente (RODRIGUES, 2012, p. 195).

Nesse sentido, cita-se exemplo de um negócio assentado em dolo eventual a aquisição de um imóvel cujo valor real é R\$50.000,00 (cinquenta mil reais), mas que, em virtude da manobra astuciosa empreendida pela outra parte, acaba ocorrendo por R\$100.000,00. Nesse caso, a manifestação da vontade do comprador no sentido de adquirir a casa ocorreria independentemente dos esforços do autor do dolo. No entanto, foi a atuação maliciosa que ocasionou a supervalorização do bem.

No direito brasileiro, apenas os negócios jurídicos viciados por dolo principal são passíveis de anulação, nos termos de seu artigo 145. O dolo accidental, que é assim identificado quando, a seu despeito, o negócio seria realizado embora por outro modo, somente enseja a reparação por perdas e danos:

Art. 146. O dolo accidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é accidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo.

Importante ressaltar que o dolo nos negócios bilaterais se configura mediante atuações não só comissivas, mas também nos casos em que uma parte omite intencionalmente da outra parte fato ou qualidade que a outra parte tenha ignorado.⁶²

⁶² Art. 147. Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.

Caso reste comprovado que o negócio não se concretizasse caso a omissão não tivesse ocorrido, o artigo 148 do Código Civil prevê sua anulabilidade.

Outra espécie de dolo também prevista no Código Civil é aquela que provém de um terceiro, alheio à relação negocial encetada pelas partes. Conforme prevê o artigo 148⁶³ da legislação civil, o dolo cometido por terceiro somente enseja a anulação do negócio jurídico caso a parte que se beneficie do artifício tivesse conhecimento da fraude ou devesse ter.

Mais uma vez, fica clara a intenção do legislador de privilegiar o princípio da confiança nas relações guiadas pela boa-fé. Isso porque, em que pese uma das partes ter sido intencionalmente induzida a erro por um terceiro, a outra parte do negócio não tinha ou não deveria ter conhecimento da atuação dolosa, razão pela qual a anulação da avença em tais casos frustraria a sua legítima expectativa de ver a consecução do negócio. Em virtude disso, Caio Mário da Silva Pereira defende que, nos casos dos atos unilaterais, o dolo de terceiro afetaria sua validade em qualquer hipótese, independentemente da efetiva ciência do artifício por parte do beneficiado (PEREIRA, 2017, p. 333)

Situação diversa ocorre quando o beneficiado pelo dolo tenha ou devesse ter conhecimento da manobra e deixa de advertir a outra parte, hipótese em que este se tornará cúmplice e responderá pela má-fé (BEVILÁQUIA, 1927, p. 275).

Em ambos os casos, quer seja o negócio jurídico anulado ou não, o terceiro que ocasionou o dolo responde por todas as perdas e danos sofridos pela parte que foi enganada.

Além do dolo de terceiro, a legislação brasileira também prevê a hipótese do dolo do representante, que, caso aja dentro dos seus poderes, não pode ser considerado como um mero terceiro. Em tal caso, o ato praticado pelo representante deverá ser considerado como se praticado pelo próprio representando, razão pela qual o negócio viciado com dolo praticado por representante poderá ser anulado, sem prejuízo da obrigação de indenizar as perdas e danos sofridos pela parte prejudicada.

⁶³ Art. 148. Pode também ser anulado o negócio jurídico por dolo de terceiro, se a parte a quem aproveite dele tivesse ou devesse ter conhecimento; em caso contrário, ainda que subsista o negócio jurídico, o terceiro responderá por todas as perdas e danos da parte a quem ludibriou.

No que diz respeito à indenização a ser paga à parte prejudicada, o artigo 149 do Código Civil⁶⁴ adota duas medidas diferentes, a depender do tipo de representação observada no caso.

Assim, caso o dolo tenha sido cometido por representante por força de lei (como o tutor, o curador e o pai), o representado é obrigado a responder civilmente só até a importância do proveito que teve.

Lado outro, caso o representante convencional venha a induzir a erro outra parte de uma relação negocial, obriga a lei que o representado responda solidariamente com o representante pelas perdas e danos ocasionados.

Referida diferenciação faz sentido na medida em que, em se tratado de representação por força de lei, o representado, via de regra, não possui poderes sobre a escolha do representante, além de que, devido ao seu estado de incapacidade em alguns casos, o representando também não poderia o fiscalizar. Já no caso da representação convencional, o representado além de poder escolher livremente seu representando, possui também plena capacidade para vigiá-lo no cumprimento de suas atribuições. Assim, sendo o dolo causado por má-escolha, terá o representado culpa *in eligendo*. Se por ausência de vigilância, este terá culpa *in vigilando*. Em ambos os casos, o representado teria sua parcela de culpa pelos danos ocasionados pelo representante, razão pela qual a lei prevê sua responsabilidade solidária em tais casos.

3.2 MERCADO PRIMÁRIO E A DISTRIBUIÇÃO DE NOVOS VALORES MOBILIÁRIOS

Por mercado primário entende-se o ambiente de negociação em que ocorre a distribuição pública de valores mobiliários recém emitidos pela companhia. Por meio de tais operações é que os emissores de valores mobiliários captam a poupança

⁶⁴ Art. 149. O dolo do representante legal de uma das partes só obriga o representado a responder civilmente até a importância do proveito que teve; se, porém, o dolo for do representante convencional, o representado responderá solidariamente com ele por perdas e danos.

popular para aplicação na própria companhia, enquanto os investidores passam a ser sócios ou credores da companhia, a depender do valor mobiliário negociado.

Importante destacar que as emissões de valores mobiliários realizadas no mercado primário englobam tanto aqueles casos em que a companhia emissora está realizando a sua primeira oferta pública, situação denominada pelo mercado como “*Inicial Public Offer*” (IPO), quanto as ofertas públicas realizadas por companhia que já negocia seus valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão, nessa hipótese denominadas de ofertas subsequentes ou “*follow on*”⁶⁵. Do ponto de vista regulatório, as ofertas primárias ou subsequentes são tratadas da mesma maneira pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº. 480/2009.

Haja vista ser um dos objetivos primordiais do mercado de capitais a garantia de acesso das sociedades anônimas à poupança popular, a proteção dos investidores é essencial para o funcionamento do sistema (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, p. 140). Em virtude disso, e conforme já foi abordado no presente trabalho, é que a sociedade anônima que deseja negociar os valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou mercado de balcão necessita de autorização a ser obtida junto à CVM por meio do registro da oferta pública, nos termos dos artigos 21 da LMVM e 4º, §1º da Lei das S.A., regulados pela Instrução CVM nº. 480/2009.

A CVM, levando em conta os critérios do interesse público e da proteção dos investidores, possui a discricionariedade de dispensar o registro ou algum dos seus requisitos. Além disso, o registro é automaticamente dispensado nos casos previstos nos incisos I e II da ICVM 400⁶⁶. Adicionalmente ao registro necessário a toda sociedade emissora de valores mobiliários de negociação pública, a oferta pública de

⁶⁵ Os termos na língua inglesa são comumente utilizados no mercado de valores mobiliários, tendo sido, inclusive, referendados no site da CVM: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Oferta pública primária e secundária. Portal do Investidor. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em: 06 ago. 2019.

⁶⁶ “Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

I – de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública, que, cumulativamente:

a) não objetive colocação junto ao público em geral; e

b) seja realizada em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei no 8.666, de 21 de junho de 1993; e

II – de lote único e indivisível de valores mobiliários.”

distribuição também prescinde de registro próprio, o qual encontra-se previsto nos artigos 19 da Lei nº. 6.385/76 e 4º, §2º da Lei nº. 6.404/76 e é regulado pela Instrução CVM nº. 400/2003.

Ainda de acordo com a Instrução CVM nº. 400/2003⁶⁷, a distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação de instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliário, as chamadas instituições intermediárias.

Tal disposição encontra fundamento no artigo 19, §4º, da Lei nº. 6.385/76⁶⁸, que determina que a emissão pública de valores mobiliários só poderá ser realizada por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, previsto no artigo 15 da referida lei. Referido sistema, por sua vez, é composto por: (i) instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado; (ii) sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; (iii) sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; (iv) as bolsas de valores; (v) entidades de mercado de balcão organizado; (vi) corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (vii) entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Como se vê, a colocação de novos valores mobiliários no mercado por meio de ofertas públicas nunca pode ser realizada diretamente pela companhia emissora, devendo sempre existir a presença de um intermediário entre a companhia e o

⁶⁷ Art. 3º. São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

(...)

§ 2º A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ("Instituições Intermediárias"), ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do art. 4º.

⁶⁸ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira.

ambiente de negociação. Assim, sem prejuízo da necessidade de registro da companhia emissora e da emissão em si, a qual já foi tratada no Capítulo 2 do presente trabalho, a emissão pública de novos valores mobiliários deve contar com a intermediação de uma instituição financeira, sob pena de tal ação ser tratada como infração grave, nos termos do artigo 59, III, da ICVM 400⁶⁹, sujeitando-se às penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº. 6.385/76⁷⁰.

A participação de uma instituição intermediária no processo de emissão de valores mobiliários ocorre, pois, a companhia emissora, via de regra, não possui a capacidade profissional para captar investimentos diretamente no mercado, além de não desejar atrair para si os riscos inerentes a tal atuação (BLOCH, 1989, p 248). Os riscos envolvidos na atividade de colocação dos valores mobiliários no mercado podem ser assim resumidos: risco de espera, risco de precificação e risco de distribuição pública dos títulos (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, pp. 180-181).

O risco de espera diz respeito ao lapso temporal existente entre a tomada de decisão referente à captação de recursos no mercado e o efetivo lançamento da oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Nesse interregno, a companhia deve estruturar a operação sob o ponto de vista financeiro, além de cumprir uma série de exigências legais e administrativas impostas pelos órgãos responsáveis pela

⁶⁹ Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3o do Art. 11 da Lei no 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1o do mesmo artigo, a distribuição:

(...)

III - efetivada sem intermediação de Instituições Intermediárias, exceto nos casos permitidos em lei ou por dispensa da CVM;

⁷⁰ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de 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;

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

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, 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;

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.

fiscalização do mercado de valores mobiliários. Durante esse intervalo de tempo, é possível que acontecimentos imprevisíveis afetem ou dificultem a colocação dos valores mobiliários no mercado.

O risco da precificação está relacionado à complexidade técnica envolvida na precificação de valores mobiliários a serem lançados no mercado. Tal complexidade fica ainda mais evidenciada diante do conflito de interesses em que normalmente se encontra a companhia emissora em tais situações: por um lado, a sociedade deseja vender os valores mobiliários de sua emissão pelo maior preço possível; por outro lado, caso os valores mobiliários sejam supervalorizados, os investidores não serão atraídos para investir na companhia.

O risco de distribuição pública dos valores mobiliários, por sua vez, refere-se a própria dificuldade da companhia em atrair investidores, articular a distribuição e conhecer o comportamento do mercado, percalços justificados pela falta de estrutura de uma companhia emissora em realizar tais atividades (via de regra, as companhias são especializadas apenas em seu segmento de atuação, não possuindo expertise na área de captação de investimentos por meio de emissão de valores mobiliários).

Em geral, a instituição intermediária assume os riscos provenientes da fixação dos preços dos valores mobiliários e de sua distribuição para o mercado, cobrando, como contrapartida, comissões a serem pagas pela companhia emissora (EIZERIK, 2005, p. 250). Além disso, a intermediária exerce a função de aproximar a sociedade emissora de valores mobiliários de potenciais investidores, assessorando tal companhia em todas as etapas do processo de emissão.

A intermediação referida na ICVM 400 trata-se de negócio jurídico denominado *underwriting*, o qual tem como objeto a prestação de serviços por parte de uma instituição intermediária, que é quem realiza a aproximação entre emissor e investidor, mediante pagamento de uma remuneração.

Quanto à modalidade de colocação dos valores mobiliários, o artigo 15 da LMVM prevê duas formas de atuação das instituições intermediárias, conforme a

obrigação assumida pela instituição intermediária de subscrever ou não os ativos emitidos (COX, 2009, p. 118): *underwriting* firme e *underwriting* de melhor esforço⁷¹.

No *underwriting* firme, há assunção integral do risco pela sociedade intermediária, que se compromete a subscrever e integralizar os valores mobiliários emitidos pela companhia emissora, para posteriormente vendê-los ou mantê-los consigo. Nesse caso, há a efetiva transferência da titularidade dos valores mobiliários, que após emitidos pela companhia emissora, são adquiridos pela instituição intermediária, que desde já repassa os valores para a companhia e assume a integralidade dos riscos referentes à colocação de tais ativos no mercado.

No *underwriting* de melhores esforços, a sociedade intermediária não se compromete, em nenhum momento da relação, a adquirir os valores mobiliários emitidos pela companhia. A única obrigação da intermediária consiste em empregar os melhores esforços para colocar os títulos em circulação no mercado, não havendo qualquer obrigação de resultado assumida por tal instituição.

Além das duas espécies de relações de *underwriting* acima citadas, observa-se no mercado a utilização do *underwriting* residual. Nesse modelo contratual, a sociedade intermediária se compromete a envidar os melhores esforços para a colocação dos valores mobiliários no mercado. Caso não haja a venda total dos títulos intermediados, tal instituição se compromete a subscrever os ativos residuais. Tal modalidade, como se vê, trata-se de um misto entre a intermediação com melhores esforços e a intermediação com garantia firme.

Seja qual for a modalidade de *underwriting*, a intermediação da emissão de valores mobiliários poderá ser realizada por apenas uma sociedade intermediária ou por mais de uma delas, as quais atuarão por meio de um consórcio. A figura do consórcio de instituições intermediárias encontra-se prevista na Lei nº. 4.728/1965⁷², bem como na ICVM 400⁷³.

⁷¹ Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

⁷² Art. 15. As instituições financeiras autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais poderão organizar consórcio para o fim especial de colocar títulos ou valores mobiliários no mercado.

⁷³ Art. 34. As Instituições Intermediárias poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim

A formação de consórcios de instituições intermediárias costuma ser utilizado como forma de mitigar e pulverizar o risco do *underwriting* em emissões que envolvem grandes quantias de dinheiro, sobretudo naquelas em que se adota o regime de garantia firme para a colocação de tais títulos no mercado. Além disso, a presença de mais uma sociedade intermediária amplia a possibilidade de captação de investidores.

O consórcio, enquanto relação obrigacional múltipla (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, 2011, p. 184), não implica a solidariedade das obrigações assumidas aos seus participantes, respondendo cada uma das instituições financeiras pelas suas respectivas prestações, e cada uma delas se obriga a subscrever (no caso do *underwriting* de garantia firme) apenas uma determinada quantia dos valores mobiliários emitidos.

Cada consórcio deve contar com uma instituição intermediária que figurará como seu líder, sobre o qual recaem obrigações adicionais e ao qual cabe o dever de representar o consorcio perante a CVM, a companhia emissora e os investidores. Além da obrigação de representação, cabe à instituição líder as seguintes atribuições: (i) avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; (ii) solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição; (iii) remeter à CVM, mensalmente, relatórios indicativos do movimento de distribuição pública dos valores mobiliários; (iv) participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração dos prospectos preliminar e definitivo e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes; (v) acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; (vi) controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição; e (vii) guardar, por 05 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do prospecto.⁷⁴

A previsão acerca da existência ou não de consórcio de instituições intermediárias, bem como a fixação das obrigações de cada uma das entidades envolvidas são estabelecidas no contrato de distribuição. Conforme conceituado por

específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão.”

⁷⁴ Cf. ICVM 400, artigo 37.

Nelson Eizerik (EIZERIK, 2005, p. 253) o contrato de *underwriting* é ajuste bilateral, não solene, comutativo e de trato sucessivo, conforme explanado pelo autor:

É bilateral porque gera obrigações para a companhia emissora e para o underwriter. Não solene, por inexistir qualquer formalidade específica para a sua concretização. É um contrato comutativo, na medida em que as prestações dos contratantes são de antemão conhecidas e compensam-se umas com as outras, cabendo ao underwriter receber as comissões negociadas e, em contrapartida, realizar as prestações certas e determinadas pactuadas com o ofertante. Constitui ainda um contrato de trato sucessivo, uma vez que as prestações são executadas em etapas, de modo contínuo, até o encerramento do período de distribuição dos valores mobiliários.

Conforme prevê o Anexo VI da ICVM 400, o contrato de distribuição de valores mobiliários deve conter os seguintes requisitos obrigatórios: (i) qualificação da sociedade emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas, se for esse o caso; (ii) Assembleia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração autorizando a emissão de valores mobiliários; (iii) regime de colocação dos valores mobiliários; (iv) total dos valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento; (v) condições de revenda dos valores mobiliários pelas instituições intermediárias no caso de regime de colocação com garantia firme; (vi) remuneração das instituições intermediárias envolvidas; (vii) descrição do procedimento adotado para distribuição; e (viii) menção a contratos de estabilização de preços e garantias de liquidez, se houver.

Além de atuar na intermediação dos valores mobiliários, a instituição intermediária desempenha outros papéis acessórios que garantem a higidez dos preços dos títulos negociados, bem como o acesso à informação pelo público investidor.

No que diz respeito à estabilidade dos preços, a ICVM 400 prevê a opção de distribuição de lote suplementar de valores mobiliários pela sociedade intermediária, nos termos do artigo 24⁷⁵ da referida norma.

De modo a identificar os agentes envolvidos na negociação de valores mobiliários realizada no mercado primário, faz-se um breve apanhado dos procedimentos envolvidos na oferta pública primária de valores mobiliários.

Tomada a decisão acerca da oferta pública de distribuição primário de valores mobiliários, a companhia emissora e as instituições intermediárias devem, desde tal momento, tomar algumas precauções previstas na norma reguladora. Assim, devem a companhia emissora e as demais instituições envolvidas na oferta pública decidida ou projetada absterem-se de manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante desde (i) os 60 dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta perante a CVM; ou (ii) a partir da data em que a oferta for decidida ou projetada, o que ocorrer por último, até a data do Anúncio de Encerramento⁷⁶ da oferta⁷⁷.

Além disso, os participantes da oferta pública devem abster-se de, até a divulgação do anúncio de encerramento da oferta, negociar valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daqueles que constituem o objeto da oferta em questão⁷⁸.

No momento do protocolo do pedido de registro da oferta, deverão ser apresentados uma série de documentos previstos no Anexo II do ICVM 400, dentre os quais se destaca o contrato de distribuição de valores mobiliários, que deverá conter os já abordados itens mínimos previstos no Anexo VI do referido diploma normativo.

3.2.1 RESPONSABILIDADE DO *UNDERWRITER* FRENTE AOS INVESTIDORES

⁷⁵ Art. 24. O emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, a ser exercida em razão da prestação de serviço de estabilização de preços dos valores mobiliários objeto da oferta, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente no Prospecto e que não poderá ultrapassar 15% (quinze por cento) da quantidade inicialmente ofertada.

⁷⁶ Nos termos do *caput* do artigo 29 da ICVM 400, o anúncio de encerramento da oferta é divulgado após o fim do prazo nela estipulado ou tão logo todos os valores mobiliários objeto da oferta tenham sido vendidos.

⁷⁷ Cf. Art. 48, IV, da ICVM 400.

⁷⁸ Cf. Art. 48, II, da ICVM 400.

Num processo de emissão de valores mobiliários, os investidores tomam suas decisões de investimento também baseados na reputação e experiência do *underwriter*, figurando sua participação em tal processo como uma espécie de chancela sobre a qualidade dos títulos emitidos e sobre a consistência das informações prestadas ao mercado (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, p. 193).

Em virtude disso, bem como da sua experiência em emissões públicas de valores mobiliários, é que o *underwriter*, juntamente com a sociedade ofertante e seus administradores, é responsável pela prestação de informações relevantes sobre as atividades da companhia emissora e sobre as características essenciais dos valores mobiliários oferecidos para o público (WALD, EIZERIK, 1984, p. 53).

O papel do *underwriter* como um dos participantes da oferta, podendo responder por eventuais falhas informacionais no processo de emissão de valores mobiliários, já se encontrava previsto na Seção 11 do Securities Act de 1933, legislação pioneira na proteção do investidor por meio da previsão de um regime de divulgação compulsória de informações por companhias abertas:

SEC. 11. (a) Caso qualquer parte do pedido de registro, quando tal parte se tornar efetiva, contenha uma afirmação falsa em relação a um fato material ou omita um fato material cuja divulgação fosse requerida ou cuja divulgação fosse necessária para tornar compreensível as demais informações ora divulgadas, qualquer pessoa que adquira tais valores mobiliários (exceto se restar comprovado que tal pessoa, no momento de tal aquisição, estava ciente de tal omissão ou declaração falsa) poderá, seja por lei ou por equidade, em qualquer tribunal competente, processar (...) (5) qualquer *underwriter* relacionado a tal valor mobiliário.

No direito brasileiro, o artigo 56, §1º, da ICVM 400 prevê a responsabilidade do líder do consórcio de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, para assegurar que: (i) as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; e (ii) todas as informações fornecidas ao mercado durante o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do

estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o prospecto, sejam suficientes para que o investidor tome decisão fundamentada a respeito da oferta. No descumprimento de tais regras, a *underwriter* responde pela falta de diligência ou omissão.

Da mesma forma, determina o artigo 49 da ICVM 400 que além da emissora e o ofertante, as instituições intermediárias deverão assegurar a precisão e a conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no prospecto.

Como se vê, a legislação brasileira exigiu do *underwriter* o dever de diligência em relação às informações reveladas aos investidores, tratando-se, portanto, de obrigação de meio e não de fim. Por ser responsabilidade pelo exercício de atividade profissional, a doutrina vem entendendo que o dever de diligência não se exaure na observância da conduta do homem médio, de acordo com o chamado standard do *bonus pater familiae*, sendo necessário, em tais casos, que o agente adote comportamento equivalente ao que seria esperado de um bom profissional que atua naquela atividade específica (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, p. 193).

A extensão do dever de diligência no que se refere a atividades profissionais vai ser abordada de maneira mais aprofundada no próximo capítulo, onde será tratada a responsabilidade dos administradores de companhias abertas.

De toda forma, trazendo tal entendimento para o caso das instituições financeiras que intermediam a colocação de valores mobiliários no mercado, não basta que esta tenha a diligência normal do leigo, sendo necessário que todos os mecanismos de controle que estejam à sua disposição sejam utilizados para evitar que informações falsas ou imprecisas cheguem ao investidor. Nesse sentido, dois são os requisitos para que o *underwriter* cumpra integralmente o dever de diligência imposto pelas normas regulatórias: (i) atuação com habilidade e perícia; e (ii) independência em relação à companhia emissora (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, p. 195).

O primeiro requisito demanda que o *underwriter* atue com a habilidade de perícia que se espera de um profissional competente que atua na intermediação e

captação de recursos no mercado de capitais. Veja-se que, por não se tratar de uma obrigação de fim, a instituição financeira não responde pela veracidade das informações divulgadas no processo de colocação dos valores mobiliários ao mercado. Sua responsabilidade, de fato, se exaure se restar demonstrado que atuou com a diligência esperada de tal profissional.

No entanto, a cumprimento do seu dever de diligência no caso concreto demanda que o *underwriter* promova um detalhado exame da regularidade dos valores mobiliários, bem como da veracidade dos fatos e informações prestadas pela sociedade emissora. Deverá, portanto, realizar revisão profissional e independente a respeito de todas as informações prestadas pela ofertante (EIZIRIK, 1987, p. 60).

O segundo requisito demanda que o *underwriter* seja independente em relação à companhia emissora. Isso porque, a instituição financeira atua na emissão de valores mobiliários fiscalizando e conferindo todas as informações prestadas pela companhia emissora, razão pela qual qualquer vínculo de dependência entre esta e o *underwriter* poderia enviesar os trabalhos de intermediação. Em virtude disso, o artigo 33, §2º da ICVM 400 demanda que qualquer vinculação societária, direta ou indireta, entre o *underwriter* e a companhia emissora, deve ser divulgada com destaque no prospecto.

No entanto, na hipótese de as informações divulgadas ao mercado serem falsas, imprecisas ou insuficientes, exceto se restar comprovar que o *underwriter* agiu de forma diligente na checagem e revisão de tais informações, a sociedade intermediária poderá ser responsabilizada civil e administrativamente.

Com relação a responsabilização do *underwriter*, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, pp. 197-198) entendem que dois princípios desenvolvidos pela jurisprudência dos tribunais americanos devem ser transportados para a realidade brasileira.

O primeiro deles preceitua que o investidor prejudicado não precisa demonstrar o intuito fraudulento do *underwriter* para pleitear indenização pelos danos por ele ocasionados. Ocorreria, no caso, a presunção *iuris tantum* de que os adquirentes dos valores mobiliários foram prejudicados por terem confiado nas informações prestadas pela companhia. Os únicos fatos que o investidor deve

comprovar nesse caso são os seguintes: que este adquiriu os valores mobiliários e que o registro da emissão, o prospecto ou algum outro documento de venda apresentava informações falsas, enganosas ou insuficientes.

O segundo princípio importando do direito norte-americano estabelece que a responsabilização do *underwriter* somente poderá ocorrer caso os fatos omitidos ou falsificados sejam relevantes, e possam, portanto, influenciar o processo de tomada de decisões dos investidores. Nesse caso, reputa-se relevante o fato que, uma vez corretamente divulgado ou revelado, impediria ou tenderia a impedir o investidor prudente médio de comprar os valores mobiliários em questão.

3.3 MERCADO SECUNDÁRIO

Enquanto o mercado primário é caracterizado pela emissão e negociação de novos valores mobiliários, negócios que ocorrem “diretamente” entre a companhia emissora e os investidores, o mercado secundário é caracterizado pela circulação de valores mobiliários já existentes. Diferentemente das ofertas primárias, as transações ocorridas no mercado secundário se dão entre investidores, sem participação da companhia emissora na cadeia negocial. Em função disso, não há em tais operações o ingresso de recursos para o emissor, já que não há a emissão de novos valores mobiliários.

O mercado secundário desempenha importante função para o funcionamento e continuidade do mercado de valores mobiliários. Isso porque, embora seja o mercado primário que viabilize a captação de investimentos da poupança popular por parte das sociedades emissoras, a negociação entre investidores restaria prejudicada, quando não inviabilizada. Assim, o mercado secundário desempenha importante papel de garantir a liquidez dos valores mobiliários emitidos por meio do mercado primário (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2011, p. 209; WALKER, BLAIR, WILLEY, 2013).

Exatamente para garantir a liquidez e garantir a maior organização das negociações realizadas no mercado de valores mobiliários é que as compras e vendas

em tal ambiente não são feitas diretamente entre os investidores, nem mesmo por intermédio de terceiros que os representem. Visando facilitar o encontro de interessados em comprar e vender tais títulos, fixar o preço dos valores mobiliários e promover a liquidação das operações, é que as operações realizadas no mercado secundário de valores mobiliários ocorrem nos mercados regulamentados, conforme definidos na Instrução CVM nº. 461/2007.

De acordo com o Artigo 2º da citada norma, são mercados regulamentados os mercados organizados de bolsa⁷⁹ e balcão, bem como os mercados de balcão não organizados.

Os mercados organizados são caracterizados pela ICVM 461 como o espaço físico ou sistema eletrônico, onde é realizada a negociação ou o registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, atuando por conta própria ou de terceiros.⁸⁰

Embora a ICVM 461 não traga um conceito direto dos mercados não organizados, tal instrução caracteriza o que seria uma negociação realizada em tal tipo de mercado, o que permite extrair quais seriam os limites legais atribuídos aos mercados não organizados. Nesse sentido, o artigo 4º da ICVM 461 determina que são consideradas como de balcão não organizados: (i) as negociações de valores mobiliários que não sejam registradas em mercado organizado e que figurem como intermediários as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários, as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria ou as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; e (ii) a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

⁷⁹ São espécies de tal gênero as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros.

⁸⁰ Cf. Artigo 3º, *caput* da Instrução CVM nº. 461/2007.

Do ponto de vista organizacional, a principal diferença existente entre mercados organizados e mercados não organizados é que a CVM exige que os primeiros sejam administrados por entidades autorizadas pela autarquia.⁸¹

Lado outro, a distinção existente entre mercado de balcão e mercado de bolsa é sutil e tem sido, com a consolidação das plataformas eletrônicas de negociação, cada vez mais mitigada.

Importante ressaltar que, a própria Instrução CVM nº. 461/07 (“ICVM 461”), diploma que disciplina o regime jurídico aplicável aos mercados organizados de valores mobiliários no Brasil, não traz distinção conceitual entre esses mercados, optando apenas por distingui-los com base em determinados critérios. Tal posição adotada pelo órgão fiscalizador não se trata de mera coincidência, mas sim de uma opção normativa, exatamente pela imprecisão dos limites entre mercado de bolsa e mercado de balcão, conforme Edital de Audiência Pública nº. 6/2007, que precedeu a edição da Instrução ICVM 461:

A minuta não diferencia conceitualmente os mercados de bolsa e de balcão organizados. A Lei 6.385/76 também não enuncia diferença conceitual entre os mercados, embora os trate de forma diferente (em especial em seu art. 21). Na minuta, a ausência da distinção conceitual deveu-se às fronteiras imprecisas entre bolsa e demais mercados, a que se faz referência. Adicionalmente, também se levou em conta que o tratamento conceitual não parece ter produzido benefícios relevantes nas jurisdições que o adotaram, nem parece ter sido o caminho escolhido pelas jurisdições que mais recentemente trataram do tema.

Não obstante serem rasas as diferenças entre referidos ambientes de negociação, há algumas distinções que marcam o mercado de bolsa e o de balcão, a saber: (i) a existência de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos – o chamado MRP –, disponível apenas aos investidores nos mercados de bolsa; (ii) a possibilidade de acesso direto dos investidores aos mercados de balcão; (iii) a possibilidade nos mercados de balcão, de mero registro de operações previamente realizadas; e (iv) a necessidade, nos mercados de bolsa, de liquidação das operações cursadas por meio de uma contraparte central.

⁸¹ Cf. Artigo 3º, §2º da Instrução CVM nº. 461/2007.

Os mercados organizados de valores mobiliários são estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM, as quais podem ser constituídas na forma de associação ou como sociedade anônima, nos termos do caput do artigo 9º da ICVM 461.

De modo a garantir que as entidades administradoras de mercados organizados detenham uma estrutura mínima de governança corporativa, o artigo 19 da ICVM 461 prevê que as entidades administradoras devem contar necessariamente com os seguintes órgãos: (i) conselho de administração, com comitê de auditoria; (ii) diretor-geral; (iii) conselho de autorregulação; (iv) departamento de autorregulação; e (v) diretor de departamento de autorregulação.

A CVM, ainda, se preocupou em estabelecer as competências mínimas para cada um desses órgãos, fixando, ainda, algumas regras visando estabelecer a independência de tais entidades em relação às sociedades autorizadas a negociar valores mobiliários nos ambientes por elas administrados.

Para o presente estudo, a principal característica dos ambientes de negociação que compõe o mercado secundário é a impossibilidade de acesso amplo e direto do usuário final às operações ali realizadas. Explica-se. A ICVM 461 adotou a figura da “pessoa autorizada a operar”, que, nos termos do artigo 11 da referida norma, é a “pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações no mercado organizado”. Percebe-se, portanto, que o ambiente de negociação dos mercados organizados não é acessível para todo e qualquer um que deseje realizar diretamente operações ali.

No caso das negociações realizadas no mercado de bolsa de valores administrados pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, o investidor individual tem como opção utilizar-se de sociedade intermediária autorizada a operar, as quais costumam ser sociedades corretoras de valores mobiliários. Para realizar operações por intermédio das corretoras, o investidor abre uma conta corrente junto a tal sociedade e disponibiliza ali o capital a ser investido nos valores mobiliários desejados. Ato contínuo, ele envia uma ordem de compra (ou de venda) no “home broker” oferecido pela corretora, que, aí sim, lança tal ordem no ambiente da B3 por conta e ordem do investidor.

É importante destacar que a B3 possui uma estrutura bastante complexa, constituídas por câmaras, softwares e sistemas que auxiliam não só no momento da negociação dos valores mobiliários, mas promovem a liquidação de todas as operações realizadas em seu ambiente. Ocorre que, para os fins almejados no presente trabalho, o que mais interessa é que as negociações realizadas nos mercados regulados em boa parte das vezes são feitas por intermédio de terceiros, ocasiões em que comprador e vendedor não se conhecem e continuam sem se conhecer após a negociação, uma vez que cabe à B3 realizar o encontro de ordens de compra e venda de um determinado valor mobiliário.

3.4 A POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DE NEGÓCIO JURÍDICO NO MERCADO SECUNDÁRIO

Conforme já conceituado no presente estudo, o mercado secundário é o ambiente onde valores mobiliários, após sua emissão, são comercializados entre investidores. Assim, embora nas bolsas de valores as negociações sejam realizadas impreterivelmente por intermédio de uma instituição, os negócios previstos no mercado secundário são realizados entre investidores, sem a participação da sociedade que emitiu os valores mobiliários ali negociados.

Não obstante, ainda que sem a participação direta da companhia, todas as informações, dados e características da sociedade emissora impactam diretamente na procura sobre um valor mobiliário de sua emissão e em seus preços. Isso porque, seja qual for o objetivo do investidor, especular ou receber os proventos ligados ao valor mobiliários, em qualquer dos casos tais proventos encontram-se relacionados ao sucesso ou não da operação da sociedade emissora.

Além disso, conforme já mencionado neste estudo, a teoria dos mercados relevantes preceitua que a formação de preço de um valor mobiliário leva em consideração todas as informações disponíveis sobre a companhia emissora e sobre o ativo em si.

Além disso, é certo que, a falha informacional ocorrida em companhia aberta, por si só, já gera distorção na percepção da realidade por parte do declarante da vontade. Para fins da presente análise, as falhas informacionais incorridas pelas companhias emissoras de valores mobiliários serão consideradas como a divulgação de informações falsas e imprecisas, além do descumprimento das obrigações informacionais previstas na ICVM 358, ICVM 400 e ICVM 480.

Resta saber, no entanto, se tal erro cumpriria os requisitos da essencialidade e da cognoscibilidade.

Quanto à essencialidade, o erro ocasionado pela falha informacional incorrida pela sociedade emissora de valores mobiliários e seus administradores deverá ser analisado caso a caso, de modo a verificar se a negociação de valores mobiliários em questão ocorreu única e exclusivamente em virtude da omissão de determinado fato relevante, da divulgação de alguma informação imprecisa ou de fato inverídico divulgado pela companhia.

No caso do não cumprimento do dever de divulgar fatos relevantes, conforme regime previsto na ICVM 358, a própria definição de fato relevante, presente no artigo 2º da referida instrução, já exige que o fato em questão exerça influência ponderável (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão do investidor de comprar, vender aqueles valores mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles relacionados.

Em relação aos fatos que influenciam na decisão do investidor de comprar ou vender o valor mobiliário, o requisito da essencialidade é mais facilmente identificável, uma vez que a ponderabilidade de tal influência aponta para a conclusão aparente de que, a ausência de divulgação de uma informação dessa natureza poderia ser entendida como suficiente para a anulação do negócio jurídico praticado sob tais circunstâncias.

Ocorre que, enquanto o exame da relevância de um fato para fins da aplicação dos termos da ICVM 358 se dá de maneira universal e abstrata, ou seja, considera-se quais fatos seriam relevantes na tomada de decisão de uma universalidade de

investidores, a relevância do erro que enseja a anulação de um negócio jurídico deve ser analisada conforme cada caso.

Também no caso concreto deve ser analisado o caráter essencial dos fatos relevantes não divulgados que exerçam influência sobre cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários. O mesmo se aplica nos casos de descumprimento das obrigações informacionais previstas na ICVM 400 e na ICVM 480. Em tais casos, o interessado somente logrará êxito em obter a anulação do negócio jurídico celebrado em situação de erro caso comprove que a informação imprecisa, falsa, ou mesmo a ausência de informação de divulgação obrigatória exerceram essencial influência para a celebração do enlace objeto de contestação.

Nessa hipótese, como o erro seria enquadrado no inciso I do artigo 139 do Código Civil, o entendimento distorcido da realidade recai sobre qualidades essenciais dos valores mobiliários negociados. Assim, a falha informacional deve ser bastante para distorcer a percepção que o investidor tenha daquele valor mobiliário. Em termos práticos, o erro nesses casos restaria configurado se a divulgação de informação (ou a ausência dela) fizesse o investidor acreditar que uma sociedade com dificuldades financeiras fosse distribuir dividendos vultuosos aos seus acionistas. Outra hipótese, seria nos casos que um investidor adquire ações de uma companhia que acredita ser promissora, esperando que suas ações irão valorizar com tempo, quando na verdade as informações que o levaram a chegar a tal conclusão eram falsas ou imprecisas.

Levando em consideração a velocidade em que as transações no mercado secundário são realizadas, sobretudo com o advento das negociações eletrônicas feitas por meio do “home broker” que pode ser acessado pelo cliente em seu computador pessoal ou smartphone, a verificação da real intenção de uma parte de maneira a ponderar a configuração ou não do requisito da essencialidade é tarefa das mais difíceis.

Diferentemente de outras relações jurídicas, nas transações realizadas no mercado de valores mobiliários a fase de tratativas é quase sempre suplantada, justamente pela velocidade em que se dão as negociações em tal ambiente. Por tal razão, a investigação da essencialidade por meio do acesso à vontade interna do declarante da vontade é bem mais complexa do que em relações onde as tratativas,

os motivos e as demais condições precedentes envolvendo o negócio foram discutidas e registradas entre as partes.

Somado a isso, é importante destacar que a mera desvalorização do valor mobiliário negociado em bolsa de valores não pode ser utilizada como fundamento para a anulação de negócio jurídico viciado celebrado em situação de erro, sob a alegação de que o adquirente foi levado a erro quanto a situação financeira da sociedade emissora, uma vez que a oscilação do valor unitários de ações é inerente ao mercado bursátil. Nesse sentido, em recente julgado, o STJ se manifestou da seguinte maneira:

A atividade de compra e venda de ações pelos investidores no mercado bursátil envolve riscos evidentes e inerentes ao negócio jurídico. As oscilações do valor unitário das ações das empresas negociadas em bolsa é algo inerente ao negócio. Não há qualquer garantia quanto ao resultado do valor futuro das ações das empresas, pois na formação do preço levam-se em consideração variáveis e eventos incertos e imprevisíveis produzidos não somente no país da emissão do título mobiliário, mas também no mercado externo, sem a possibilidade de exercer controle dos resultados dos valores negociados, nem mesmo pelos órgãos governamentais responsáveis pela fiscalização. Esse grau de incerteza se eleva quando a ação negociada está relacionada a commodities do petróleo, em que o preço é formado com forte influência de fatos atribuíveis aos players internacionais, a exemplo dos países produtores de petróleo que integram a Opep. Desse modo, é evidente que os recorrentes, ao adquirirem ações de uma petroleira que sabidamente não tinha histórico de produção e prospecção de petróleo, assumiu o risco de obter ganhos ou perdas maiores em comparação a empresas mais consolidadas no mercado.⁸²

No caso decidido pelo STJ, a anulação do negócio jurídico com justificativa no erro só poderia ocorrer caso a sociedade, a despeito de não ter histórico de prospecção e produção de petróleo, divulgasse informações relevantes nesse sentido.

Quanto ao requisito da cognoscibilidade, sua verificação é ainda mais complexa quando comparada à configuração da essencialidade do erro. Conforme já foi mencionado neste capítulo, a cognoscibilidade demanda que a parte que alegue o

⁸² BRASIL. STJ. **Agravo Interno no Recurso Especial: AgInt no REsp 1773523/RJ**. Relator: Ministro Herman Benjamin. DJ: 10 set. 2009. Disponível em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/451459249/agint-no-recurso-especial-agint-no-resp-1585353-df-2016-0041706-8>. Acesso em: 09 dez. 2019.

erro demonstre que era possível que a outra parte conhecesse ou não devesse ignorar a situação de erro no momento de declaração da vontade.

No mercado de valores mobiliários, na absoluta maioria das situações os compradores e vendedores tem acesso às mesmas informações relativas aos ativos negociados (com exceção dos casos de *insider trading*), os quais são disponibilizados ao mercado de acordo com o regime informacional já abordado no presente trabalho. Assim, é difícil imaginar situação em que a parte declaratória conhecesse (ou devesse conhecer) a situação de erro da outra parte, uma vez que a premissa adotada em tais negociações é que ambas as partes têm acesso as mesmas informações.

Somado a isso, tem-se o fato de que as negociações realizadas no mercado secundário são obrigatoriamente realizadas por meio de intermediários, de modo que há um afastamento natural entre os dois polos da negociação, impossibilitando que uma parte tenha uma percepção subjetiva das condições em que a outra parte manifestou sua vontade.

De modo a ilustrar tal dificuldade, tomemos como exemplo o caso analisado na decisão judicial mencionada acima, na qual a companhia emissora tem como objeto a exploração de petróleo. Supondo que essa companhia estivesse omitindo fatos relevantes ou mesmo divulgando informações falsas ou imprecisas, o comprador dificilmente conseguiria comprovar a cognoscibilidade do erro por parte do vendedor, uma vez que a falha informacional também recairia sobre este último.

Um dos indícios que poderia indicar para a parte declaratória que a outra encontra-se em estado de erro seria a subprecificação ou superprecificação do ativo, sinalizando um descompasso entre a vontade real a vontade declarada do manifestante. Ocorre que, no caso dos valores mobiliários negociados em bolsas de valores, a formação de preço é realizada pelas entidades administradoras.

O requisito da cognoscibilidade também poderia ser preenchido caso uma das partes tivesse informações adicionais àquelas divulgadas ao mercado. No entanto, em se tratando de mercado regulado, a probabilidade de que tal informação adicional tenha sido obtida junto a um administrador ao sócio da sociedade em questão é alta, hipótese na qual tal prática configuraria *insider trading*, conduta vedada pelo artigo 155 da Lei das S.A.

Em conclusão, verifica-se que a possibilidade de anulação de um negócio jurídico praticado em virtude de falha informacional da sociedade emissora sob a alegação de erro é bastante improvável, seja em virtude da dificuldade de comprovação do requisito da essencialidade, seja pelas características do mercado que praticamente eliminam a probabilidade do preenchimento do requisito da cognoscibilidade.

Da mesma forma, referida conclusão também se aplica à possibilidade de anulação de negócio jurídico praticado no mercado secundário sob o fundamento de dolo. Isso porque, além do requisito da essencialidade, também prevista para o erro, a configuração do dolo depende da comprovação de que a parte culpada voluntariamente induziu em erro a sua contraparte. Sendo assim, além de todas as dificuldades para comprovação da situação de erro, o dolo ainda demanda a necessidade de comprovação do elemento volitivo, tarefa também dificultada pela mencionada distância entre as partes contratantes no mercado de valores mobiliários.

3.5 A POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DE NEGÓCIOS JURÍDICOS NO MERCADO PRIMÁRIO

O mercado primário, em apertada síntese, pode ser definido como o ambiente de negociação em que ocorre a distribuição pública de valores mobiliários recém emitidos pela companhia. Nesse ambiente, as operações realizadas se dão entre a sociedade emissora e os investidores, ainda que com a presença de instituições intermediárias que auxiliem o lançamento dos valores mobiliários ao mercado.

Em virtude do formato das relações entabuladas em tal ambiente, na qual sociedade emissora e investidor se colocam frente a frente, observa-se um grande potencial para o surgimento de assimetria informacional, uma vez que a sociedade possui a integralidade das informações relativas àquele ativo ali negociado, enquanto o investidor somente dispõe das informações publicamente divulgadas.

Como visto, uma das principais funções de regime compulsório de divulgação de informações é justamente promover a mitigação da assimetria informacional,

possibilitando que os investidores detenham mais dados sobre a sociedade emissora e sobre os valores mobiliários negociados publicamente.

No entanto, caso a sociedade emissora, no momento do registro de uma oferta pública, descumpra alguma regra prevista no regime informacional, é possível que o investidor seja colocado em uma situação em que sua declaração de vontade foi baseada em premissas inválidas, o que poderia ensejar a anulação do negócio jurídico com base em dolo ou erro.

No que diz respeito ao erro, a comprovação do preenchimento do requisito da essencialidade encontra os mesmos obstáculos já destacados em relação ao mercado secundário: dificuldade de comprovação de que determinado negócio foi celebrado exclusivamente em virtude da falha informacional em questão.

Por outro lado, enquanto nas operações realizadas no mercado secundário o preenchimento do requisito da cognoscibilidade é praticamente impossível, no mercado primário tal requisito é quase automático, uma vez que a parte vendedora é a responsável pela elaboração e divulgação de suas informações ao mercado. Assim, caso haja uma falha informacional por parte da sociedade emissora, é evidente que esta saberia ou ao menos deveria saber que o investidor que adquirisse seus valores mobiliários estaria em situação de erro. Aqui, é importante destacar que o erro nesse caso não é necessariamente essencial. Ou seja, é possível que uma falha informacional, embora deturpe a declaração de vontade de uma parte de um negócio jurídico, não seja suficiente para ensejar sua anulação.

Dessa forma, utilizando o mesmo exemplo da companhia petrolífera empregado no tópico acima, caso tal sociedade divulgue em seu prospecto ou mesmo como fato ou informação relevante dados hiperdimensionados de sua produção de petróleo, é intuitivo afirmar que essa companhia sabia ou poderia saber que eventual comprador de seus valores mobiliários estaria em situação de erro.

No caso dos mercados secundários, existe uma linha tênue que diferencia uma situação de erro e uma situação de dolo, uma vez que, como já apontado, as partes beneficiadas por referidos defeitos dos negócios jurídicos são as mesmas que divulgam as informações sobre as quais pairaram o engano.

Assim, considerando que o dolo pressupõe a voluntariedade daquele que o causa, o erro oriundo de vícios informacionais no mercado primário só poderia ser observado caso a companhia, por algum engano, tenha omitido informações ou divulgado fatos inverídicos. Caso haja a intenção da sociedade emissora de cometer uma falha informacional, o defeito em questão será o dolo e não mais o erro.

Em se constatando o dolo, além da anulação do negócio jurídico, a parte declarante fará jus a indenização pelas perdas e danos ocasionados pelo episódio (BIANCA, 2000, p. 667).

Em suma, a probabilidade de que um negócio celebrado no mercado primário seja anulado em virtude de erro ou dolo é bem mais elevada quando comparada às operações realizadas no mercado secundário. Em linhas gerais, tal diferença está ligada ao fato de que, diferentemente do que ocorre no mercado secundário, no qual parte-se da premissa de que todos os investidores possuem acesso às mesmas informações, no mercado primário há uma nítida assimetria informacional entre investidor e sociedade emissora de valores mobiliários. É essa assimetria que possibilita que os requisitos da cognoscibilidade do erro e o requisito da voluntariedade do dolo sejam hipoteticamente mais facilmente preenchidos.

Seja por erro ou dolo, o direito de pleitear-se a anulação do negócio jurídico pactuado no mercado primário ou secundário decai em quatro anos, contados da data em que se realizou o negócio jurídico, nos termos do artigo 178, II do Código Civil:

Art. 178. É de quatro anos o prazo de decadência para pleitear-se a anulação do negócio jurídico, contado:
(...)
II - no de erro, dolo, fraude contra credores, estado de perigo ou lesão, do dia em que se realizou o negócio jurídico;

4. A RESPONSABILIDADE CIVIL DECORRENTE DA FALHA INFORMACIONAL

Em que pese o tema da responsabilidade civil ser um dos mais presentes nos tribunais brasileiros, são escassos os casos judicializados envolvendo discussões acerca da responsabilidade civil decorrentes de danos causados a investidores em mercados de bolsa de valores. Tal conclusão foi obtida em um estudo conduzido por Viviane Muller Prado no qual foi constatado que, nos poucos casos envolvendo a responsabilidade civil por ilícitos causados em bolsas de valores, não há uma satisfação adequada dos litígios por parte do poder judiciário (PRADO, 2016, p. 4).

Enquanto previstas em um conjunto de normas legais e infra legais (no caso das instruções normativas editadas pela CVM), as obrigações previstas no regime informacional imposto às companhias abertas estabelecem uma série de condutas obrigatórias a tais sociedades, de modo que o seu descumprimento, caso ocasione danos a algum participante do mercado, poderia ensejar a responsabilização de tais entidades pela reparação desses prejuízos.

Nesse sentido, diante do baixo índice de casos envolvendo a responsabilidade civil decorrente de danos causados em virtude da ocorrência de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, questiona-se se tal situação preencheria todos os requisitos para a configuração de um prejuízo declarado, ou se existe algum outro gargalo que impede que tais casos cheguem em maior número à apreciação da justiça brasileira. Para tanto, passa-se a analisar os elementos da responsabilidade civil previstos em nosso ordenamento e aplicá-los aos casos de responsabilidade civil decorrentes de danos causados em virtude de falhas informacionais.

Para os fins do presente estudo, por uma opção metodológica do autor, a análise da responsabilização civil pela divulgação de informações falsas e imprecisas vai abranger tão somente os casos que envolverem danos causados a investidores que adquirem ações representativas do capital social de companhias abertas, negociadas em bolsas de valores.

4.1 ELEMENTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL

O regime geral da responsabilidade civil encontra-se previsto nos artigos 927, 186 e 187 do Código Civil, que assim definem:

Da Obrigação de Indenizar

Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.
Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

Dos Atos Ilícitos

Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

Art. 188. Não constituem atos ilícitos:
I - os praticados em legítima defesa ou no exercício regular de um direito reconhecido;
II - a deterioração ou destruição da coisa alheia, ou a lesão a pessoa, a fim de remover perigo iminente.
Parágrafo único. No caso do inciso II, o ato será legítimo somente quando as circunstâncias o tornarem absolutamente necessário, não excedendo os limites do indispensável para a remoção do perigo.

O artigo 927 do Código Civil, como se vê, previu os requisitos gerais para a configuração da responsabilidade civil em uma situação concreta, os quais podem ser resumidos em: (i) ato ilícito; (ii) dano; e (iii) nexo de causalidade entre o ato/conduita e o dano.

Além de uma breve exposição de cada um dos elementos acima listados, será feita uma análise acerca do preenchimento ou não de tais requisitos por prejuízos causados a investidores pela falha informacional, conforme cenário hipotético definido no item 4 acima.

4.1.1 ATO ILÍCITO OU ATIVIDADE DE RISCO

O ato ilícito pode ser definido como aquele que advém de forma direta ou indireta da vontade e ocasiona efeitos jurídicos contrários ao ordenamento vigente (VENOSA, 2005, p. 31). Basicamente, pode ser considerado ato ilícito qualquer ação ou omissão que ocasiona o descumprimento de lei, norma, princípio ou regulação prevista no ordenamento jurídico.

De acordo com Nelson Rosenvald e Cristiano Chaves, a verificação do ato ilícito envolve dois juízos de valor: um que diz respeito ao comportamento em si mesmo considerado e “exprime o caráter sociedade nocivo dele” e outro que incide sobre o ilícito como ato humano, e exprime “a censura ético-jurídico da atuação do agente” (ROSENVALD, VER ANO, p. 125).

O primeiro desses juízos de valor reside da identificação de uma conduta carregada de contrariedade ao direito, praticada em violação à ordem jurídica. A antijuridicidade, por assim dizer, pode ser tida como o elemento objetivo do ato ilícito.

Nas palavras de Rosenvald e Chaves, o “comportamento antijurídico se instala no momento em que o agente ofende o dever genérico e absoluto de não ofender, sem consentimento, a esfera jurídica alheia” (ROSENVALD, VER ANO, p. 125). Verifica-se, na prática, ação ou omissão que contradiz o ordenamento jurídico pátrio.

Nesse sentido, salienta-se que a análise da antijuridicidade tem caráter puramente objetivo, na medida em que sua configuração depende basicamente da verificação de um fato que lesiona direito de terceiros, de modo contrário ao ordenamento jurídico, independentemente de juízo de valor ou de culpabilidade em relação à pessoa autora da conduta (NORONHA, VER ANO, p. 470).

Via de regra, a mera antijuridicidade não esgota os requisitos para a configuração de um ato ilícito. Faz-se necessária a observância o elemento subjetivo, que se refere ao agente, e não à conduta em si. Exceção a essa regra é a constatação de abuso de direito, prevista no artigo 187 do Código Civil. Nesses casos, em que

pese o sujeito tenha agido formalmente em consonância com a norma jurídica, infringe-se materialmente as finalidades do ordenamento jurídico, razão pela qual o ilícito também se encontra materializado.

A antijuricidade depende, pois, da infração de um dever preexistente, o qual pode se originar de qualquer fator social capaz de criar normas de conduta. Nesse sentido, em se tratando de responsabilidade contratual, o ato ilícito se dá pela violação de alguma cláusula ou termo acordado entre as partes. No caso da responsabilidade extracontratual, o ato ilícito coincide com o descumprimento de lei, norma ou regulamento do ordenamento em questão. Importante destacar que, mesmo que uma conduta aparente não infrinja disposições contratuais ou mesmo leis e regulamentos, o artigo 186 do Código Civil prevê o dever universal de não causar dano a outrem, razão pela qual a mera lesão a um terceiro é considerada ato ilícito para fins da responsabilização civil.

Em se tratando das falhas informacionais, fica evidente sua caracterização como antijurídico, uma vez que a divulgação de informações falsas e/ou imprecisas por companhias abertas contraria lei federal e instruções editadas pela CVM. Apenas para recapitular as normas já citadas no presente trabalho, podem-se mencionar os seguintes dispositivos legais descumpridos: inciso IV do artigo 4º da Lei nº. 6.385/1976, parágrafo quarto do artigo 157 da Lei nº. 6.404/1976, ICVM 358 e ICVM 480.

Lado outro, o elemento subjetivo do ato ilícito se encontra relacionado ao agente. Enquanto a antijuridicidade foca na conduta isoladamente, a imputabilidade, o elemento subjetivo, é tido como um juízo sobre o sujeito.

O artigo 186 do Código Civil, ao definir os elementos que ensejam a responsabilidade civil, determinou que a ação ou omissão do agente deve ser “voluntária”, ou que seja identificado em sua conduta traços de “negligência” ou “imprudência”. Trata-se de uma cláusula geral de ilicitude culposa, a qual dispensa a necessária tipicidade observada no direito penal, abrangendo quaisquer comportamentos e condutas que cumpram seus requisitos. Ressalta-se que a legislação brasileira prevê a responsabilidade civil sem o elemento subjetivo, mas para fins do presente trabalho, interessa a análise do ilícito clássico, aquele que prescinde da culpa ou dolo para sua configuração.

A regra geral prevista no ordenamento brasileiro determina que a obrigação de indenizar só nasce a partir da violação de direito por meio de uma ação ou omissão voluntária, por negligência ou imprudência. Tal requisito é imposto sob o pressuposto de que, para ser pessoalmente responsabilizado pela reparação de determinado dano, o agente em regra deve ter agido de maneira reprovável frente ao ordenamento jurídico. Essa reprovabilidade é observada quando, na análise do caso concreto, percebe-se que o agente em questão podia e devia ter agido de outra forma (VARELA, 2000, p. 506).

No caso do requisito do dolo, a exigibilidade de conduta diversa é evidente na medida em que o agente teve a intenção de causar dano a outrem. Em virtude da vedação geral de lesar alguém, o agente que, voluntariamente, viola direito de outrem causando-lhe dano claramente age de maneira reprovável.

Lado outro, no caso dos atos praticados por culpa *stricto sensu*, em virtude de negligência, imprudência ou imperícia, a reprovabilidade da conduta repousa no descumprimento, por parte daquele que causou dano a outrem, no descumprimento de um dever de cuidado. A culpa nesse caso, tem como ponto de partida a violação de uma norma de conduta.

A norma de conduta cuja violação acarreta a configuração no ato culposos coincide com o dever geral de cautela previsto no artigo 186 do Código Civil. Também em se tratando de culpa *stricto sensu*, sua verificação encontra-se ligada a dois conceitos imprescindíveis: a previsibilidade e o comportamento do *homo medius*. Isso porque, somente é reprovável a conduta quando o resultado danoso é previsível (CAVALIERI FILHO, 2001, p. 40). Caso o dano seja imprevisível, pode-se citar em caso fortuito ou força maior, mas não em ato culposos.

Da mesma forma, no que diz respeito ao dever de cautela imposto pelo artigo 186 do Código Civil, a identificação e o conhecimento de tal dever diante de uma situação concreta deve ter como parâmetro os padrões de comportamento do homem médio (BARROS, 1956, p. 412).

Em se tratando de danos causados por falhas informacionais, a regra é que o elemento subjetivo do ato ilícito deva existir para que nasça a obrigação de indenização. Isso porque, embora o ordenamento brasileiro admita a responsabilidade

objetiva, essa possibilidade está restrita aos casos em que há autorização legal expressa nesse sentido, o que não ocorre em tal caso. Sendo assim, a divulgação de informações falsas ou imprecisas, ou mesmo a omissão de informações por parte de companhias emissoras de ações negociadas em bolsas de valores, deve ser realizada dolosamente, ou em virtude de conduta maculada por negligência ou imperícia.

Em que pese a investigação de culpa demandar a análise de cada caso concreto, a obrigação de informações por companhias abertas é talvez um dos mais importantes deveres impostos a tais sociedades. Destarte, entende-se que o mero descumprimento de determinada obrigação informacional, salvo raras exceções, configuraria conduta negligente. Isso porque, a grande maioria das informações cuja divulgação é obrigatória se referem a dados e inputs que podem ser obtidos internamente.

Sendo assim, tanto o desconhecimento de determinada informação, quanto a não divulgação ou divulgação imprecisa de uma informação conhecida podem ser caracterizadas como descumprimento do dever de cautela por parte da companhia, o que implicaria o preenchimento do requisito do elemento subjetivo.

4.1.2 O DANO

Não há no ordenamento brasileiro definição objetiva do que é considerado um dano reparável segundo as normas legais. O legislador, nos termos do artigo 927 do Código Civil, se limitou a estabelecer cláusula geral de ressarcimento, ao prever que todo aquele que causar dano a outrem e preencher os demais pressupostos do regime de responsabilidade civil será obrigado a repará-lo.

Do ponto de vista de um leigo, o conceito de dano encontra-se intimamente ligado à ideia de prejuízo, sendo definido aritmeticamente pela diferença entre a situação do lesado antes do evento e após a sua ocorrência (CRUZ GUEDES, 2011, p. 50). Essa conceituação de dano é denominada naturalista, justamente por relacionar o dano somente à perda imposta ao patrimônio da vítima.

De acordo com essa acepção, qualquer consequência prejudicial a um determinado bem poderia ser considerada um dano, ainda que seja ocasionada por fenômenos naturais, ou mesmo que seja causada pela própria “vítima”.

Com o passar do tempo, a concepção naturalística do dano foi substituída pelo conceito do dano normativo, que não mais se relaciona intrinsecamente à ideia de prejuízo (muito embora seja possível que os conceitos possam se confundir em uma situação prática), mas sim à lesão de qualquer interesse jurídico digno de tutela (CRUZ GUEDES, 2011, p. 51). O dano reparável, destarte, passa a ser não mais definido pelo decréscimo do valor de um bem, mas sim em virtude da verificação de uma conduta lesiva a um bem jurídico tutelado pelo direito.

Nesse sentido, confira-se definição de Arruda Alvim (ALVIM, 1972, pp. 171-172):

(...) dano, em sentido amplo, vem a ser a lesão de qualquer bem jurídico, e aí se inclui o dano moral. Mas, em sentido estrito, dano é, para nós, a lesão do patrimônio; e patrimônio é o conjunto das relações jurídicas de uma pessoa, apreciáveis em dinheiro. Aprecia-se o dano tendo em vista a diminuição sofrida no patrimônio. Logo, a matéria do dano prende-se à da indenização, de modo que só interessa o estudo do dano indenizável.

Configurado o dano nos moldes acima descritos, a sua ressarcibilidade dependerá de que este seja atual e certo.

O dano atual é aquele que já existe no momento em que se propõe a ação de responsabilidade, não podendo a pretensão ressarcitória, via de regra, ser embasada em dano futuro. Tal regra pode ser excepcionada caso o pleito de reparação tenha como objeto o prejuízo futuro decorrente de um dano presente e avaliável de pronto. (LALOU, 1949, p. 120).

Por outro lado, o requisito da certeza do dano exclui a indenização de danos hipotéticos ou eventuais. Mesmo nos casos de indenização por lucros cessantes, embora não seja necessária a absoluta certeza da realização do lucro futuro, deve ser comprovada a probabilidade objetiva da efetivação do dano, nos termos do artigo 402 do Código Civil.

No caso da divulgação de informações falsas e/ou imprecisas por companhias abertas, vislumbra-se dois possíveis danos que podem ser causados aos investidores: (i) a inflação dos preços das ações estabelecidos por uma determinada bolsa de valores em virtude da falha informacional, a qual é corrigida após tal falha ser noticiada publicamente; (ii) a influência, com base em informações falsas ou imprecisas, exercida no investidor para a sua tomada de decisão. Em ambos os casos, é fácil identificar a possibilidade de que tais eventos causem aos investidores prejuízos materiais, ainda que sua exata quantificação represente desafio para o aplicador do direito.⁸³

Levando em consideração o conceito normativo de dano, é preciso analisar se a divulgação de informações falsas ou imprecisas no mercado de valores mobiliários constitui lesão de direitos juridicamente tuteláveis pelo regime de responsabilização civil.

O regime jurídico do mercado de valores mobiliários prevê alguns princípios basilares que visam proteger o investidor. Muitos desses princípios têm como justificativa a já abordada assimetria informacional existente entre investidores e sociedades emissoras de valores mobiliários, tendo o legislador buscado mitigar seus efeitos maléficos por meio da regulação.

Destarte, a própria edição da LMVM e da Lei das S.A. teve como objetivo o fortalecimento do mercado de valores mobiliários por meio da instauração da confiança de tais investidores nas estruturas jurídicas e regulatórias de tal mercado. Tal objetivo fica claro na Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, a qual elencou o seguinte vetor como base institucional da Lei das S.A.:

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e

⁸³ A questão da quantificação dos danos causados aos investidores será tratada em tópico próprio no presente capítulo.

equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.⁸⁴

Da mesma forma, a Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976, do Ministério da Fazenda, que instruiu o projeto da Lei nº. 6.385/76 assim indica:

2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários – com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. 4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos do mercado. Além disso, é necessário que a agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.⁸⁵

A própria CVM, órgão criado para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, tem como uma de suas funções legais a garantia de acesso do público investidor às informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido⁸⁶.

Percebe-se, portanto, que o princípio da confiança e do *full disclosure* são elementos fundamentais que norteiam o regime jurídico do mercado de valores mobiliários, razão pela qual a lesão de tais direitos detidos pelos investidores pode ser considerada juridicamente tutelável. Não é por outra razão que a própria CVM prevê diversas obrigações de cunho informacional em suas normas, conforme foi melhor abordado no capítulo 1 do presente estudo.

⁸⁴ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em 28 out. 2019.

⁸⁵ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>, acesso em 18 out. 2019.

⁸⁶ Cf. Artigo 4º, VII da Lei nº. 6.385/1976.

Importante salientar que os prejuízos sofridos pelos investidores em virtude de falhas informacionais merecem destaque mesmo se considerada a natureza aleatória das negociações de valores mobiliários. O entendimento de que a variação de preços de ações é inerente ao mercado imobiliário, mesmo no caso de fraude contábil causada por administradores, foi exposto pelo Tribunal de Justiça de São Paulo no caso do Banco Panamericano S.A., cujo trecho do voto vencedor cita-se abaixo:

Insta salientar que o investimento em bolsa de valores mobiliários é negócio de risco que tem suas regras básicas (ainda que não fixas), havendo rigoroso controle por autarquia federal (Comissão de Valores Mobiliários, vinculada ao Ministério da Fazenda) e no caso em testilha, o demandante (na condição de investidor) arriscou, ainda que motivado em análise subjetiva dos resultados apresentados nos balanços contábeis.⁸⁷

O referido acórdão, em que pese partir do pressuposto teórico correto (de que a variação de preços de valores mobiliários é característica intrínseca a tal mercado), chegou a conclusão equivocada de que a fraude em informações contábeis da sociedade seria risco normal assumido pelo investidor.

Isso porque, conforme já foi mencionado no presente estudo, a informação é uma premissa básica de um mercado eficiente e a sua divulgação de forma ampla e plena é a principal ferramenta para que o investidor tome uma decisão informada. Assim, é evidente que o investidor assume vários riscos no momento em que adquire uma ação negociada em bolsa, os quais em sua grande maioria fogem do controle de boa parte dos investidores. Ocorre que as informações divulgadas são talvez os únicos elementos de certeza que podem embasar a tomada de decisões de um

⁸⁷ TJ-SP. APL n. 10890652920138260100/SP. Processo n. 1089065-29.2013.8.26.0100. Rel. Ramon Mateo Júnior, julgamento em 10 abr. 2015, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, publicação 14 abr. 2015. Disponível em: http://esaj.tjsp.jus.br/cjsq/getArquivo.do?conversationId=&cdAcordao=8369705&cdForo=0&uuidCaptcha=sajcaptcha_020ab52c09654270b7df306dec669d04&q-recaptcha-response=03AOLTBLPBfGBVKqHNLE7HA49XuJ9JWKLKsjlebJVGBxqMHYvqCIZW5-D8iriqUtWGF-RTWj4wsn5poTJfZcFALKNcPSmthDqD0rd2kwUW63cBzkjSfk5pUQekBaw76B2mZ8mvoo6LvUJXIi14fxjEFta-Z0092tcBrITZyQgyc6iHRF7CwQC1DnJ36ZEM1byW5pRRU_t8dQJXQCCTd1f7-6NKhZZo-K2CpzCeYQimgrWCWOtJUCBFGR2uFib5TI63zipHVV45t3VF8-fHKALv5CxUqcXdrNpsH5vTd6dZKqNQJrvVmd9h26GelqaaPcBp1B1BgEhSTrKn1vkdBSUX6IAhJTXvBafswJmX9w0qih0UbOmMGgoY_T1m_X6AZ6lq0vckfV1Y8Wgbc5JnTvfyUF0p9cYaOsL3O94_PgUBJfscFjk5nSjqGDswZHR2bKJXT8K7nn3Krfsvq5LV2NycaBr66NR2ntHUfzqi86dZpgADaDNdshEgNPr7K94yuhJMVEpzFogPCDqL0QH2B4aO_C7DjSBdyhWSKgzJIEzhvqg8j-P28XYBaeKI5fDyBGYWduKq6Tx1m. Acesso em: 28 out. 2019.

acionista, razão pela qual entende-se que a violação do regime de *disclosure* causa aos investidores lesões de direitos juridicamente tuteláveis pela responsabilidade civil.

4.1.3 NEXO DE CAUSALIDADE ENTRE O ATO/CONDUTA E O DANO

Um dos pressupostos para a configuração da responsabilidade civil, conforme se depreende do artigo 186 do Código Civil, é a existência de nexo causal entre o fato ilícito e o dano produzido. O nexo de causalidade, enquanto termo genérico, é conceituado como o elo que se estabelece entre dois eventos, no qual um deles figure como consequência natural do outro (SCHREIBER, 2015, p. 53). Ocorre que, verifica-se na prática uma sucessão de eventos praticamente infundável que leva a um determinado resultado, as chamadas concausas sucessivas, o que gera dificuldade no momento de identificar qual delas deve atrair a responsabilização civil pelo dano ou danos causados.

Assim, várias teorias se dividem no que diz respeito à limitação dos eventos que podem ser considerados válidos para a configuração do nexo de causalidade. No direito brasileiro, importa a análise de três dessas teorias: a teoria da equivalência das condições, a teoria da causalidade adequada e a teoria do dano direto e imediato.

A teoria da equivalência das condições determina que todas e quaisquer circunstâncias que tenham concorrido para ocasionar o dano devem ser consideradas causas para o mesmo. A supressão de uma das condições consideradas com causas resultaria, ou deveria resultar, na não ocorrência do dano (ALVIM, 1972, p. 329). Tal teoria também é conhecida como teoria da condição “*sine qua non*”, uma vez que a circunstância classificada como causa deve ser condição *sine qua non* para a verificação do dano.

A aplicação literal da teoria da equivalência das condições poderia gerar interpretações no mínimo questionáveis na imputação de responsabilidade civil. Isso porque, considerando que toda condição *sine qua non* pode ser considerada causa do dano, o fabricante de uma arma de fogo que coloca tal arma no mercado seria responsável pelos danos causados pela utilização de tal arma.

De acordo com a teoria da causalidade adequada, dentre várias condições que ocasionam um evento, uma delas é a causa adequada. A causa adequada, por sua vez, é escolhida com base na experiência comum, num exame abstrato em relação ao resultado e suas possíveis causas.

Tal exame, conforme preceitua Gisela Sampaio de Cruz (CRUZ, 2005, p. 64) consiste em uma “prognose póstuma”, a qual deve ser realizada por meio da seguinte pergunta: “a ação ou omissão que se julga era *per ser* apta ou adequada para produzir normalmente essa consequência?”. Em caso positivo, aquele evento será considerado a causa adequada ao evento danoso em análise.

Como se vê, a análise da adequabilidade do evento não se dá no caso concreto, mas com base na sucessão empírica de eventos similares. João de Matos Antunes Varela (VARELA, 2000, p. 25) exemplifica de forma muito clara a “prognose póstuma” que deve ser realizada pelo aplicador do direito. Um indivíduo A indevidamente retém um indivíduo B, fazendo-o perder um avião. Em virtude de tal perda, o indivíduo B é obrigado a embarcar em outro avião, o qual cai ocasionando a morte de todos os passageiros.

Embora a conduta de A tenha, ainda que indiretamente, contribuído para o resultado (morte de B), a teoria da causalidade adequada não encontra nexos de causalidade entre os dois eventos ora narrados. Isso porque, numa análise abstrata, a mera retenção de uma pessoa não causa a sua morte. Por outro lado, e utilizando do exemplo ora citado, a retenção de uma pessoa pode ser considerada a causa adequada da perda de um voo.

A teoria do dano direto e imediato, por sua vez, preceitua que o nexo causal somente se caracteriza quando for possível observar relação de causa e efeito direta e imediata entre a conduta e o dano (ALVIM, 1972, p. 346).

Importante ressaltar que o “imediatismo” defendido por referida teoria não é necessariamente temporal, mas se refere, na verdade, a uma proximidade lógica entre os eventos (CRUZ, p. 100). Verifica-se, portanto, a existência de uma relação de necessariedade entre a causa e o dano, sem a qual exclui-se o dever de indenizar. Assim, o “parâmetro da necessidade aponta que somente o fato danoso tido como

efeito necessário de determinada causa é que enseja o dever de reparar, imputável ao agente” (FROTA, 2014, p. 91).

De modo a exemplificar a pesquisa do nexo causal de acordo com a teoria do dano direto e imediato, Wilson Melo da Silva (SILVA, 1983, p. 237) utiliza o exemplo do acidentado que, enquanto era levado dentro de uma ambulância para atendimento em um hospital, vem a óbito em decorrência de uma colisão da ambulância com outro veículo. Nesse caso, o autor do dano da vítima que o levou a ser socorrido pela ambulância responderia somente pelos prejuízos decorrentes dos ferimentos que causou. Pelo seu óbito, responderia o motorista da ambulância ou o motorista do outro veículo, a depender quem tenha causado o acidente. Isso porque, tal teoria preceitua que determinado agente só responde pelos danos direta e imediatamente resultantes de sua conduta.

O Código Civil, em seu artigo 403, adotou a teoria do dano direto e imediato, ao prever que “ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”.

Em virtude da adoção de tal teoria pelo legislador brasileiro, o chamado dano remoto não poderia ser imputado ao agente que o causou indiretamente. Trazendo tal conclusão para o estudo dos danos causados pela divulgação de informações falsas e ou incompletas, é possível identificar que somente as consequências diretas e imediatas da falha informacional serão amparadas pelo regime de responsabilidade civil.

De início, é possível excluir a pretensão do investidor que, alegadamente foi levado a adquirir uma ação em virtude da divulgação de informações falsas e, em virtude disso, deseja cobrar em juízo os prejuízos por não ter investido em outras ações mais rentáveis. Da mesma forma, também não seria indenizável o pleito de um fundo de investimentos em ações que, em virtude da queda da cotação de uma ação em função de falhas informacionais, perde seus clientes e requer a reparação por referida perda. Nesse caso, a indenização poderia ser concedida em função somente da inflação ocasionada aos preços de determinado valor mobiliário.

No entanto, até mesmo a comprovação da existência de nexo causal entre a divulgação de informações falsas ou imprecisas e a precificação incorreta (e subsequente desvalorização após a descoberta da fraude pelo mercado) não é tarefa fácil, muito em virtude da teoria adotada no Brasil acerca de tal elemento da responsabilidade civil.

Isso porque, a volatilidade dos preços das ações negociadas em bolsas de valores é esperada em um mercado de bolsa. Assim, como são vários os fatores que influenciam no preço de ações negociadas em bolsas, que flutuam de acordo com conjunturas macroeconômicas, volume de procura e outras condições, torna-se muito difícil, no caso concreto, determinar se o preço de determinada ação estava inflacionado em virtude da divulgação de uma informação falsa ou imprecisa. Para segregar todas as condições que causaram a variação de preços em determinada ação, PRADO (2018, p. 202) sugere a utilização de profissionais especializados, que por meio de análises econômicas poderiam auxiliar o aplicador do direito a estabelecer o nexo causal e até mesmo a extensão do dano.

Esse mesmo autor, baseado nos ensinamentos de Viney, Jourdain e Carval (VINEY, JOURDAIN, CARVAL, 2013, p. 310), defende a ideia de que, em virtude da dificuldade do investidor de demonstrar o nexo causal entre o fato (falha informacional) e o dano que lhe foi causado, o direito brasileiro deveria abrigar a presunção do liame causal em casos como o ora abordado. Nesse ponto, entende-se que tal autor tem razão em defender a flexibilização da demonstração do nexo de causalidade nos casos de danos causados aos investidores nos mercados de bolsa, exatamente para evitar que as reparações de tais danos sejam inviabilizadas pela ausência do cumprimento deste requisito.

No entanto, não há na legislação brasileira autorização legal para a referida mitigação do requisito do nexo causal para os danos causados em virtude da divulgação de informações falsas por companhias com ações listadas em bolsas de valores. Também não há, até a presente data, notícias de que o entendimento jurisprudencial brasileiro vem caminhando para a flexibilização do requisito da causalidade.

De modo a oferecer um contraponto ao entendimento jurisprudencial brasileiro no que diz respeito ao conceito de nexo causal, importante destacar o conceito do

nexo causal adotado pela jurisprudência americana em casos envolvendo danos causados ao investidor de valores mobiliários.

4.1.3.1 A causalidade na jurisprudência norte americana e a *fraud on the market theory*

De acordo com a Regra 10b-5 editada pela SEC⁸⁸, as cortes norte-americanas exigem a comprovação de um duplo grau de causalidade. Primeiramente, analisa-se se o investidor se baseou na informação falsa ou imprecisa para a tomada de sua decisão de comprar ou vender determinada ação. Posteriormente, caberá ao proponente da ação comprovar que a falha informacional lhe causou danos, por meio da comprovação do impacto que tal falha ocasionou no preço das ações em questão.

O primeiro grau de causalidade, conforme mencionado, demanda que o investidor demonstre que confiou nas informações disponíveis ao mercado no momento da sua tomada de decisão (o chamado requisito da “*reliance*”). Ocorre que, considerando as características já mencionadas do mercado de valores mobiliários (multilateral, impessoal, realizado por meio de intermediários), a comprovação de que o investidor confiou ou levou em conta as informações falsas ou imprecisas divulgadas pela companhia infratora no momento da compra ou venda de suas ações torna-se bastante dificultada.

Em virtude de tal empecilho, e de modo a possibilitar que investidores litigassem em ações coletivas envolvendo fraudes informacionais, os tribunais norte-americanos passaram a adotar uma presunção do nexo de causalidade com base na teoria denominada *fraud on the market theory*. De acordo com tal teoria, um mercado eficiente presumidamente incorpora todas as informações públicas aos preços dos ativos ali negociados.

Sendo assim, existe a presunção de que um investidor que adquire ações em tal mercado confia na integridade dos seus preços, de modo que é possível

⁸⁸ A SEC (Securities and Exchange Commission) é o órgão norte americano responsável pela normatização e fiscalização do mercado de valores mobiliários de tal país, exercendo nos Estados Unidos papel semelhante ao exercido pela CVM no Brasil.

estabelecer a assunção de que, ao tomar suas decisões de investimento, o investidor levou em conta as informações falsas ou imprecisas, ainda que indiretamente.

Quanto ao segundo grau de causalidade, cabe ao litigante demonstrar que as falhas informacionais causaram a perda econômica pleiteada pelo investidor. Tal comprovação pode ser demonstrada caso o mercado reaja negativamente ao tomar conhecimento de um ato ou prática fraudulenta por parte da companhia emissora (PRADO, 2018, p. 198).

A interpretação do nexo de causalidade adotada pelo direito norte americano mitiga significativamente os problemas enfrentados pelos investidores brasileiros na comprovação do vínculo entre uma falha informacional e os danos causados ao mercado.

Isso porque, a necessidade de comprovação do primeiro grau de causalidade é praticamente suprimida em virtude da aplicação da *fraud on the market theory*, que considera que todas as transações no mercado relacionados às ações afetadas pela falha informacional foram realizadas com base em tais informações falsas ou incompletas.

Por outro lado, o segundo grau de causalidade também é comprovado com a mera desvalorização da ação em questão no momento em que o mercado tomar conhecimento da ação fraudulenta. Não há, como no direito brasileiro, a necessidade de que o investidor prejudicado comprove que a falha informacional figurou como causa direta e imediata do dano abordados no tópico anterior.

4.2 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES PELA FALHA INFORMACIONAL

Como foi visto acima, a responsabilidade civil decorre da violação de um dever imposto ao agente causador do dano. No caso dos administradores de sociedades anônimas, além do dever geral de cautela imposto genericamente a todos os membros da sociedade, a lei prevê ainda uma série de deveres que os gestores devem cumprir no exercício de sua função. Para fins do presente estudo, é importante

destrinchar quais são os deveres impostos aos administradores, de modo a identificar quais são os parâmetros legais de sua atuação.

4.2.1 DEVER DE DILIGÊNCIA

O dever de diligência, conforme encontra-se previsto no artigo 153 da Lei das S.A., internalizou no ordenamento pátrio o princípio do *bonus pater familias*:

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.

De maneira geral, o dever de diligência pode ser considerado o mais amplo dentre aqueles aplicáveis aos administradores de sociedades anônimas, sendo certo que sua aplicação dá origem a outros deveres. Nesse sentido, destaca-se julgado da CVM em que o relator afirmou ser o dever de diligência desmembrável em pelo menos mais cinco deveres distintos: “dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar”.⁸⁹

Tal amplitude está ligada ao fato de que “cuidado” e “diligência” são comandos totalmente abertos, que podem ser ressignificados de diversas maneiras, a depender do caso. Essa característica é potencializada quando levado em consideração que a Lei das S.A. balizou o comportamento diligente a um comportamento padrão, não elencando qual seria o conteúdo de tal comportamento para os fins da gestão de uma sociedade anônima.

O critério do bom pai de família, inclusive, é alvo de críticas por parte da doutrina, que acredita que a dinâmica empresarial contemporânea não permite que os atos de um gestor sejam limitados a conduta de um pai de família na gestão de sua casa. Assim, diz-se que do administrador de uma sociedade anônima exige-se mais

⁸⁹ Colegiado da CVM PAS CVM 25/03. Rel. Diretor Eli Loria, j. em 25.03.2008.

do que do bom pai de família, visto que o primeiro deve sempre buscar a consecução do objeto social da companhia visando a obtenção de lucros (EIZERIK, 2011, p. 350).

Nesse sentido, pode-se utilizar da definição do *duty of care* do direito norte-americano, para melhor conceituar o dever de diligência positivado no artigo 153 da Lei das S.A. Sobre referido dever, Veasey (VEASEY, 1996, p. 22) leciona que o dever de cuidado engloba a condição de que o administrador se informe com todas as informações que tiverem acesso antes de tomar uma decisão negocial.

De acordo com Longhi (LONGHI, 2013, p. 45), a diligência ordinária esperada de um administrador varia de acordo com cada caso, e sua análise deve considerar os seguintes fatores:

- (i) tipo de atividade exercida pela companhia e pelo próprio administrador, bem como sua amplitude e relevância;
- (ii) recursos disponíveis ao administrador para o exercício de sua gestão;
- (iii) momento e circunstâncias em que determinada decisão ou medida foram adotadas pelo administrador; e
- (iv) outras particularidades, inclusive determinados atributos individuais dos administradores e, especialmente, aqueles atributos que motivaram sua nomeação pelos responsáveis (conselho ou assembleia geral)

Por fim, é importante destacar que a obrigação de diligência imposta aos administradores de sociedades anônimas é de meio, não podendo o administrador ser responsabilizado civilmente pela não obtenção de um determinado resultado caso tenha tomado todo o cuidado e diligência esperados de um profissional experiente e qualificado. De fato, o próprio dever de se informar e investigar as opções válidas antes de tomar uma decisão encontra limites na razoabilidade da obtenção de tais insumos. Nesse sentido, é o entendimento de Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (EIZERIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2008, p. 413):

(...) não se pode exigir que os administradores obtenham, quando da tomada de decisão, todas as informações a respeito das operações que serão implementadas, sob pena de a decisão ser adiada a ponto de a companhia poder perder uma oportunidade de negócio. Assim, o conteúdo do dever de buscar informações imposto aos administradores deve ser limitado de modo que as informações exigidas sejam razoáveis e não excessivas.

4.2.2 DEVER DE OBEDIÊNCIA: FINALIDADE DE ATRIBUIÇÃO E DESVIO DE PODER

O artigo 154 da Lei das S.A. determina que o administrador de sociedades anônimas exerça as suas atribuições previstas em lei e no estatuto com o objetivo de cumprir os fins e interesses da companhia, observadas as exigências do bem público e da função social da empresa:

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.

Da leitura do artigo citado, primeiramente se verifica que o legislador limitou a arbitrariedade de atuação do administrador em função de suas atribuições legais e estatutárias. Tal limitação tem como um dos principais objetivos definir quais são atos praticados pelo administrador que obrigam a companhia, conforme se verá mais adiante no presente trabalho. De toda forma, obrigando-se a companhia pelos atos praticados por seus dirigentes, é evidente que aqueles praticados sem observância dos limites do objeto social da empresa serão considerados *ultra vires*, eximindo a companhia de responsabilidade por suas consequências (TOLEDO, 1999, p. 55).

Mas mais do que isso, o dever de obediência pode ser dividido em dois escopos: o escopo-meio determina que o administrador deve cuidar de que a companhia exerça a atividade empresarial descrita em seu estatuto, enquanto a o escopo-fim de tal dever é possibilitar que a consecução do objeto social da companhia vise a obtenção de resultado financeiro positivo por ela. Nesse ponto, importa dizer que a obrigação do administrador se encerra na orientação dos negócios da companhia para a obtenção de lucros, não sendo esse responsável pelo efetivo resultado superavitário da companhia. Isso porque, de forma semelhante ao que

acontece no dever de diligência, o dever de obediência também é uma obrigação de meio, obrigando o administrador a exercer a suas funções estatutárias “com a diligência requerida, para a consecução de determinado fim (no caso, os objetivos da companhia), mas não se obriga pela efetiva obtenção do resultado” (ADAMEK, 2009, p. 132).

Também o artigo 154 da Lei das S.A. determina que toda a atuação dos gestores de sociedades anônimas deve respeitar o interesse da companhia. Isso significa dizer que, conforme preceitua o artigo 154, §1º da Lei das S.A., independentemente se o administrador em questão tiver sido eleito por grupo ou classe de acionistas, sua representação deve ter como premissa o cumprimento dos interesses da companhia e não daqueles que o elegeram.

Nesse sentido, prevê o parágrafo segundo do referido artigo algumas condutas que são vedadas ao administrador, uma vez que sua prática privilegiaria os interesses pessoais do gestor em detrimento do interesse da companhia. Assim é proibido ao administrador: (i) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; (ii) sem prévia autorização da assembleia 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; (iii) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

Destaca-se que, apesar de o objeto social da companhia ser um balizador para as condutas dos administradores, na prática, o interesse da companhia também prevalece frente aos seus objetivos sociais. Isso porque, um gestor pode praticar ato que não esteja enquadrado no objeto descrito no estatuto da companhia, desde que traga vantagens para a companhia. Lado outro, um ato que contrariar os interesses da companhia, ainda que praticado dentro dos limites do seu objeto social, poderia ensejar a responsabilização pessoal do administrador no caso concreto (TOLEDO, 1999, p. 55).

Além do interesse da companhia, o artigo 154 da Lei das S.A. determina que o administrador também deve considerar o bem público e a função social da empresa no exercício de suas atribuições. Isso quer dizer que, além dos objetivos próprios e

legítimos que uma companhia deve perseguir em sua atuação no mercado, o gestor da sociedade deve cuidar que outros interesses sejam observados na consecução do seu objeto social. A nosso ver, a norma é extremamente ampla e permite que vários interesses sejam enquadrados na definição de “exigências do bem público”. Paulo Fernando Campos Sales de Toledo (TOLEDO, 1999, p. 57), ao avaliar a amplitude da tal regra, exemplificou sua incidência com a necessidade de observância, por parte das companhias, das normas de defesa do meio ambiente. Tais regras, em que pese contrariarem por vezes os interesses da companhia, fazem parte das exigências do bem comum e devem ser levadas em consideração pelos administradores na tomada decisões.

Em resumo, o artigo 154 da Lei das S.A. estabelece um padrão de comportamento aos seus administradores sustentado em três pilares: obediência ao estatuto e à lei, respeito ao bem público e o respeito à função social da empresa. A desobediência de tal padrão é conhecida pela doutrina norte-americana como *improper purpose*, conceito bem explanado por EIZERIK (2011, v. 2, p. 361):

No Direito Societário, ocorre o desvio de poder quando os administradores, embora observando formalmente os dispositivos da Lei das S.A. e do estatuto, deles afastam-se substancialmente, ao conduzir-se de forma a atingir a finalidades diversas daquelas previstas nas normas legais e estatutárias; Assim, caracteriza violação do dever previsto neste artigo a prática de atos pelos administradores que, substancial ou formalmente, não visem a atingir o interesse social, o bem público ou a função social da empresa.

Conforme a doutrina do *improper purpose*, desenvolvida na Inglaterra e nos Estados Unidos, é vedado aos administradores não só exercerem seus poderes visando a fins ilegais ou contrários à ordem pública, mas também desviando-se de suas verdadeiras destinações. Assim, por exemplo, um aumento de capital ou um empréstimo – negócios destinados a buscar fundos para a sociedade – não podem ser utilizados pelos administradores para reforçar sua posição de controle sobre a sociedade.

4.2.3 DEVER DE LEALDADE

O artigo 155 da Lei das S.A. prevê que o administrador deve exercer suas funções com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios. Ocorre

que, não há em determinada norma conceituação direta acerca do direito de lealdade, limitando-se o legislador em estabelecer algumas condutas vedadas ao administrador de companhias, a saber:

- (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.

Em virtude da ausência de definição legal exaustiva sobre tal dever, necessário recorrer à conceituação doutrinária, sendo muito útil os ensinamentos de José Waldecy Lucena (LUCENA, 2009, p. 479):

(...) e, entre nós, logo nos albores da Lei Brasileira, dizia Martins de Andrade que disciplina ela, de forma clara, aquilo que os americanos chamam de aproveitamento das *corporate opportunities*, que ocorre nas situações em que o administrador, tendo conhecimento de negócios ou oportunidades interessantes para a companhia, de algum modo interfere, por ação ou omissão, nas negociações, passando a captar para ele mesmo essas vantagens.

Ou seja, como expressam os doutrinadores suso mencionados, o administrador deve, sempre agir no melhor interesse da companhia e de seus acionistas e não movido por nenhum ganho pecuniário pessoal ou em prol de interesses alheios. Na feliz síntese de Modesto Carvalhosa, baseia-se o *standard of loyalty* no caráter fiduciário da atividade dos administradores.

Para além da definição principiológica do dever de lealdade, e conforme já foi mencionado, o legislador subdividiu tal obrigação em três deveres de conduta que devem ser observados pelo administrador: dever de manter reserva sobre os negócios da companhia e de repressão ao *insider trading*, vedação à usurpação de oportunidades sociais, e administração em conflito de interesses com a sociedade (SPINELLI, 2012, pp. 102-103).

O primeiro desses deveres pode também ser subdividido em dois padrões de condutas, os quais podem ser resumidos da seguinte forma. Enquanto dever genérico de sigilo, o administrador se obriga a manter certos fatos e informações em segredo diante de um interesse legítimo da companhia, como nos casos em que a divulgação de tais fatos colocar em perigo a condução dos negócios da companhia ou atribua vantagens aos seus competidores (EIZIRIK, GAAL e PARENTE, 2008, p. 447). Por outro lado, a repreensão ao *insider trading* determina que os administradores coíbam a prática de utilizar as “informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento público” (EIZIRIK, 1983, p. 43).

A vedação à usurpação dos negócios, conforme defende Guilherme Frazão Nadalin (NADALIN, 2015, p. 40), consagra a *corporate opportunity doctrine* do direito norte americano em nosso ordenamento jurídico. O conteúdo de tal doutrina foi bem explicitado no caso norte-americano *Guth vs. Loft, Inc.* No caso decidido pela Suprema Corte de Delaware, o presidente da *Loft, Inc.* obteve o registro da marca e da fórmula da Pepsi-Cola e empregou recursos da *Loft* para desenvolver a bebida Pepsi sem antes oferecer à *Loft* a oportunidade de executar tal projeto. A referida corte, ao prolatar sua decisão, considerou que a lei não permite que o administrador se aproveite de oportunidade de negócio que a companhia poderia empreender.

Com base em tal doutrina, este mesmo autor (NADALIN, 2015, p. 40) elencou algumas condições para que seja configurada a usurpação de oportunidades por parte do administrador: (i) a companhia tem condições econômico-financeiras para explorar a oportunidade; (ii) a oportunidade faz parte da linha de negócios praticados pela companhia e se lhe apresenta vantajosa; (iii) a companhia tem interesse real ou potencial em relação à oportunidade; e (vi) ao apropriar-se da oportunidade para si, o administrador coloca seus interesses à frente aos da companhia.

Por fim, existem determinadas situações em que o administrador possa vir a ser influenciado, no momento da tomada das decisões de gestão, por motivos alheios aos interesses legítimos da companhia. Nesses casos, diz-se haver conflito de interesses. De acordo com a Lei das S.A., o administrador que tiver interesse que conflite com aqueles da companhia em determinada ação não poderá dela participar

ou deliberar a seu respeito. Além disso, o administrador deverá informar sobre seu impedimento e fazer com que tal condição conste da ata que registrar a reunião do órgão de administração que fizer parte (cf. artigo 156 da Lei das S.A.).

E, mais do que isso, a lei societária, no parágrafo primeiro do seu artigo 156, determina que a operação que o administrador tenha interesse conflitante seja contratado em condições equitativas e em consonância com a prática do mercado.

Caso alguma operação venha a ser feita sem respeitar o artigo 156 da Lei das S.A., tal negócio é anulável. Diz-se anulável pois, caso o ato seja ratificado pelo conselho de administração ou pela assembleia geral, este passa a ser plenamente válido e eficaz. Não sendo este o caso, a operação pode ser anulada, devendo o administrador devolver à companhia o lucro auferido com a chance usurpada, sem prejuízo da sua responsabilidade por eventuais perdas e danos (artigos 156, §2º e 158 da Lei das S.A.).

4.2.4 DEVER DE INFORMAR

Certamente o mais relevante dos deveres para os fins do presente estudo, o dever de informar também pode ser considerado um dos pressupostos básicos da Lei das S.A. (CAMPOS, 2009, p. 1.166). Tal afirmação pode ser justificada não só pelos inúmeros deveres impostos aos administradores pela legislação societária (artigos 132, I; 133, I a V; e 135 da Lei das S.A.), mas também pela própria estrutura de uma sociedade anônima.

Isso porque, visando a sociedade anônima a captação de recursos da poupança popular por meio da pulverização das ações de uma companhia a diversos acionistas, a participação em sua administração é limitada a poucos membros. Na prática observada pelas grandes companhias, somente alguns investidores institucionais detêm poderes de efetiva eleição e indicação de membros da administração. Sendo assim, é extremamente importante que uma sociedade com tais características conceda ao investidor amplo acesso às suas informações.

Conforme já foi tratado no presente trabalho, os administradores de companhias são obrigados a divulgar informações aos acionistas e ao público em geral em diversas oportunidades na condução dos negócios da sociedade. No caso das companhias abertas, existem ainda mais obrigações impostas à companhia e aos administradores. Como as obrigações informacionais já foram objeto de análise em capítulo específico neste estudo, os deveres específicos dos administradores no que diz respeito à informação não serão novamente abordados. No entanto, é importante destacar que tais deveres representam uma das mais importantes obrigações de um administrador de companhia aberta, sendo que seu descumprimento pode ocasionar consequências no âmbito cível, regulatório e até mesmo penal.

4.3 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS

A relação pela qual se dá a representação da sociedade pelo seu administrador é conceituada por alguns administradores como orgânica, uma vez que, ao praticar um ato, o administrador ou o órgão de administração o faz pela companhia e não em nome daquela (PONTES DE MIRANDA, 2000, p. 272). Diferentemente de outras espécies de representação, onde a necessidade de representação está atrelada a algum fator de incapacidade civil, a sociedade de fato só possui meios ordinários de manifestar sua vontade por meio da declaração de uma pessoa natural.

Sobre a representação orgânica das sociedades, CARVALHOSA (2003, p. 22-23) entende ser a administração parte da estrutura da pessoa jurídica, não podendo ser segregada desta:

O Diretor da Sociedade Anônima, eleito pela assembleia geral dos acionistas com direito a voto, torna-se o seu representante – o órgão através do qual a pessoa jurídica pode agir na sua vida de relação. Entre a sociedade e as pessoas físicas que a representam não há vínculo de natureza contratual. O poder de representação decorrente de atribuição prevista em estatuto social é, na essência, igual àquele decorrente de um mandato. Ambos decorrem da vontade de quem confere e da aceitação daquele a quem for conferido.

Em virtude de os órgãos de administração serem os verdadeiros porta-vozes da vontade de companhia, os atos e as deliberações deles oriundas obrigam à sociedade e seu patrimônio, independentemente dos seus respectivos objetos. Isso porque, para o terceiro que contrata a sociedade, os atos praticados pelo administrador representam a vontade da companhia, razão pela qual o direito deve garantir segurança para esse tipo de transação. Uma sociedade na qual a legalidade da representação de uma pessoa jurídica dependa de uma análise prévia dos limites do objeto social de tal sociedade, por exemplo, conviveria com relevante insegurança jurídica na celebração de suas avenças.

A regra da ausência de responsabilidade, por parte dos administradores, pelos atos praticados no exercício de seu cargo encontra-se prevista no artigo 158 da Lei das S.A. No entanto, tal regra não é absoluta e encontra os seguintes limites:

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.

Da leitura do referido dispositivo, de plano verifica-se que o regime da responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas parte do pressuposto da aplicação da responsabilização subjetiva, uma vez que a lei exige culpa, dolo ou violação da lei e do estatuto. No entanto, antes de analisar de forma detida as hipóteses de responsabilização do administrador previstas nos incisos I e II do artigo 158 da Lei das S.A., importante entender o que o legislador quis dizer ao eximir os gestores nos casos da prática de “ato regular de gestão”.

De acordo com (CAMPOS, 2009, p. 1.205), o ato regular de gestão é aquele em conformidade com as atribuições do administrador, praticado nos limites da lei e das disposições estatutárias e de acordo com o interesse da companhia. Sendo esse o caso, a sociedade responde exclusivamente por tais atos, como se a sociedade mesmo tivesse os praticados.

Em uma lógica inversa, são atos irregulares de gestão aqueles (i) praticados fora das atribuições do administrador; (ii) que contrariem a lei ou o estatuto da companhia.

A hipótese tratada no item (i) acima pode ser resumida como o ato que embora esteja formalmente em conformidade com as atribuições do administrador, mas que, em virtude de um ato culposo ou doloso, ocasiona prejuízos à companhia. Exemplo clássico dessa hipótese é o administrador que celebra um contrato, de acordo com suas atribuições estatutárias, cujo objeto é flagrantemente prejudicial à companhia. Nesse caso, embora seus poderes lhe permitam celebrar um contrato em nome da companhia, a análise do conteúdo de tal instrumento foi eivada de culpa ou dolo, razão pela qual o administrador deve responder por seus atos.

A hipótese tratada no item (ii) se refere aos atos praticados pelo administrador em descumprimento à legislação aplicável ou ao estatuto social. Nesse caso, a mera atuação em desacordo com tais padrões implica a caracterização de tal conduta como ato irregular de gestão. Destaca-se que, nessa hipótese, embora o legislador não tenha mencionado expressamente a necessidade de culpa ou dolo para que o administrador venha a responder pessoalmente por seus atos, a doutrina defende que o inciso II do artigo 158 da Lei das S.A. não adotou a responsabilidade objetiva.

Na prática, a doutrina entende que o legislador optou por adotar a presunção de que, nos casos de danos praticados por violações da lei ou do estatuto, o administrador teria agido com culpa ou dolo. Trata-se de presunção *juris tantum*, sendo oportunizado ao gestor provar que, em que pese ter agido em desconformidade aos seus limites legais e estatutários, sua conduta foi desprovida do elemento volitivo. Na prática, ocorre a inversão do ônus da prova em relação a comprovação da culpa ou dolo do administrador. Sobre tal inversão, Eizerik e Wald (WALD, EIZERIK, 1984, p. 53) afirma:

Parece-nos que na hipótese do n. II do art. 158 ocorre uma inversão do ônus da prova, devendo considera-se que há, portanto, uma presunção da culpa do administrador quando ele infringe a lei ou o estatuto. Com efeito, ao invés da distinção radical entre responsabilidade objetiva e subjetiva, a evolução do direito, na matéria, inclina-se no sentido da aceitação de situações intermediárias, nas quais avultam os mecanismos das presunções e das provas em contrário. Mais prudente, então, é presumir-se a culpa do

administrador que viola a lei ou o estatuto, admitindo-se certas escusas de sua parte, cabendo-lhe porém provar a ausência de responsabilidade. Com a autoridade de quem escreveu a lei, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira também se limitam a falar em inversão do ônus da prova. Luiz Antonio de Sampaio Campo segue a mesma linha de raciocínio dizendo que “essa distinção não implica a adoção da responsabilidade objetiva, mas indica uma inversão do ônus da prova, ou uma presunção relativa de culpa, que, como tal, pode ser afastada”.

4.3.1 CONCLUSÃO PARCIAL

Analisando o regime de responsabilidade civil dos administradores previsto na Lei das S.A. é fácil perceber que a divulgação de informação falsa e/ou imprecisa se enquadraria no inciso “ii” do artigo 158 da Lei das S.A. Isso porque, embora o estatuto social de sociedades anônimas normalmente não preveja o dever de divulgar informações completas e precisas ao mercado, o dever de informar é um dos corolários da legislação societária, e sua aplicação é ainda mais extensa em se tratando de companhias abertas.

Assim, caso a falha informacional cause danos à companhia ou aos seus acionistas, o administrador poderia ser pessoalmente responsável por tal prejuízo, desde que observados no caso concreto os demais pressupostos da responsabilidade civil. Conforme explanado no tópico acima, a responsabilidade decorrente do descumprimento de norma legal ou regra estatutária prescinde do elemento volitivo, ainda que, na prática, há a presunção relativa da existência de tal requisito. Dessa forma, para que um administrador se exima da obrigação de reparar danos causados por sua atuação, deverá demonstrar que sua conduta foi desprovida de culpa ou dolo.

No caso das obrigações de divulgações falsas ou imprecisas, a comprovação da ausência de culpa ou dolo pode ser complexa, uma vez que a própria falha informacional costuma carregar intrinsecamente uma conduta negligente. Isso porque, o administrador que sabendo da existência de uma informação cuja divulgação é necessária e não o faz, estaria agindo com dolo. Por outro lado, caso o gestor não tenha conhecimento de determinada informação de divulgação obrigatória, ou mesmo que não saiba que determinado fato deve ser externado ao mercado, tal conduta caracteriza imperícia.

Assim, para que um administrador cujas atribuições internas inclua o cumprimento das informações obrigacionais comprove que eventual falha não foi culposa, é necessário que reste demonstrado que a informação sob a qual pairou o vício fugiria da compreensão ou do campo de conhecimento mesmo de um gestor vigilante e diligente. Nesse caso, a conduta do administrador poderia ser considerada como “de boa fé e visando ao interesse da companhia”, sendo passível de exclusão da responsabilidade nos termos do artigo 159, §6º da Lei das S.A. Como exemplo, pode se enquadrar em tal hipótese o administrador que, diante de um fato cuja verificação extrapola a razoabilidade exigida de um profissional de gestão, deixa de divulgá-lo por acreditar que os prejuízos decorrentes de sua exposição superariam os benefícios, tanto para o mercado quanto para a companhia.

4.3.2 AS AÇÕES DE REPARAÇÃO DOS DANOS CAUSADOS POR ADMINISTRADORES

Uma vez preenchidos os requisitos da responsabilidade civil, nasce para o administrador a obrigação de reparar os danos por eles causados. Os prejuízos decorrentes de sua atuação, por sua vez, podem recair sobre a companhia, os acionistas ou sobre terceiros, podendo as ações indenizatórias serem, portanto, social, individual ou de terceiros.

Na hipótese em que o administrador causar danos à companhia, a regra é que a própria sociedade, por meio de sua administração, deve propor a ação reparatória (chamada nesse caso de *ut universi*), mediante prévia deliberação da assembleia geral com abstenção do administrador que causou o dano, nos termos do artigo 159 da Lei das S.A.

Após a aprovação assemblear, caso a ação não seja proposta no prazo de três meses, qualquer acionista poderá fazê-lo, em nome da companhia⁹⁰. Destaca-se que, embora tal prazo dê ensejo a direito do acionista de ajuizar a ação de responsabilidade em nome da sociedade, o seu decurso não implica a preclusão da legitimação ativa das sociedades por ações (PAES, 1993, p. 204).

Caso a assembleia delibere por não ajuizar a ação *ut universi*, os acionistas que representarem no mínimo 5% do capital social da companhia poderão propor a

⁹⁰ Cf. artigo 159, §3º da Lei das S.A..

demanda, *ut singuli*. Trata-se de substituição processual por determinação legal, uma vez que em que pese a ação ser movida pelo acionista, os resultados são revestidos à sociedade, podendo o acionista ser indenizado pelos custos e despesas incorridos com a ação.

O ajuizamento de ação universal, no entanto, não impede que acionistas ou terceiros acionem individualmente a companhia por danos diretos que lhes foram causados⁹¹. A ação individual não se confunde com a ação *ut singuli* na medida em que, enquanto na primeira se discute danos causados ao patrimônio pessoal do acionista ou do terceiro, na segunda o objeto é o ressarcimento da integralidade dos prejuízos ocasionados à companhia. Por essa razão, é possível que um mesmo ato case danos que ensejem ação social, ação individual em virtude de dano a acionista e ação individual em virtude de dano causado a terceiro. Nesse sentido é o entendimento de GUERREIRO (1981, p. 84):

A lei 6.404 é clara ao estabelecer a total independência da ação individual em relação à ação social *ut singuli*. Também no caso da ação individual, o fundamento do pleito indenizatório do acionista é de natureza delitual, *ex lege*, não havendo sentido, em nosso direito, questionar-se sobre tal embasamento todo pedido do prejudicado, à vista dos deveres legais dos administradores, enumerados pelo diploma societário.

(..)

Também de natureza extracontratual é o fundamento das ações de terceiros prejudicados (não acionistas) pela violação dos deveres legais dos administradores. Trata-se, ainda aqui, de ação de ressarcimento por fato ilícito, *exempli gratia*, ação de fornecedores ou credores baseada em dados falsos do balanço.

Como exemplo de hipóteses em que o acionista pode ajuizar ação individual contra administradores, o mesmo autor cita as ações “contra os administradores que infringem o dever de lealdade, dispondo de informação relevante, não divulgada ao público, para obter vantagem na venda de ações da companhia no mercado”.

No caso da falha informacional, os danos eventualmente causados pelo administrador podem atender tanto a companhia quanto seus acionistas e eventuais terceiros afetados. O exemplo clássico nesses casos seria a do investidor, que em

⁹¹ Cf. artigo 159, §7º da Lei das S.A.

virtude da divulgação de informação falsa ou imprecisa adquiriu ações por um preço superior ao montante que representa o verdadeiro valor da participação societária da companhia. Esse mesmo fato, por outro lado, pode gerar o dano à imagem da companhia, ensejando a ajuizamento de ação universal. Da mesma forma, assumindo que as informações viciadas digam respeito aos dados financeiros da companhia, um terceiro que concede um empréstimo à sociedade também pode vir a ser prejudicado pelo mesmo evento danoso. Nesse exemplo, observa-se como a mesma falha informacional pode ocasionar danos às esferas jurídicas da companhia, do acionista e de terceiros, sendo que diversas ações reparatórias podem se originar de tal fato.

Por fim, ressalta-se que, conforme prevê o artigo 132, I, da Lei das S.A., caso a assembleia geral ordinária aprove, sem reservas, as demonstrações financeiras e as contas da administração, exonera-se a responsabilidade civil dos administradores, ressalvados os casos em que tal deliberação tenha sido viciada por erro, fraude ou simulação (nos termos do artigo 134, §3º, da Lei das S.A.). Para que seja possível imputar a responsabilidade civil aos administradores mesmo após a aprovação das contas e demonstrações financeiras da sociedade, faz-se necessário o ajuizamento de ação de invalidação da assembleia geral ordinária em questão, na qual deverá ser comprovada os vícios de consentimento acima citados (nos termos do artigo 286 da Lei das S.A.).

4.4 RESPONSABILIDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR

Nos termos do artigo 117 da Lei das S.A., o acionista controlador responder pelos prejuízos ocasionados por atos que tenha praticado com abuso de poder. Também responde o acionista, seja controlador ou minoritário, que causar danos à companhia pelo exercício abusivo do direito de voto, em conflito de interesses com a sociedade.

Embora o acionista controlador não participe diretamente da gestão da sociedade e, portanto, não cuida do cumprimento das obrigações informacionais, Prado (PRADO, 2018, 207) elencou diversas situações nas quais o controlador pode

utilizar abusivamente seus poderes para promover a divulgação de informações falsas ou inexatas.

Assim, ainda que o controlador não participe da elaboração de demonstrações financeiras, ele possui uma influência efetiva na aprovação de tais demonstrações, podendo também serem ouvidos pelos administradores no momento da confecção de tais dados. Ademais, o controlador por vezes tem poder de isoladamente eleger membros da administração da sociedade, podendo utilizar-se de tal poder para inserir na gestão da companhia agente que representaria apenas seus interesses.

Nas operações de emissão de ações ou venda de blocos de ações, o acionista controlador via de regra tem o interesse de que o preço de cada ação emitida ou negociada seja o mais alto possível, de modo a mitigar a diluição de sua participação societária ou de obter melhores condições na venda de seus valores mobiliários. Em virtude disso, o controlador poderia utilizar do seu poder para maquiar os números da sociedade, visando inflacionar as avaliações de suas ações.

Prado (PRADO, 2018, p. 207) também exemplifica que o controlador pode exercer sua influência sob a companhia de modo que eventuais transações com partes relacionadas não sejam divulgadas em sua integralidade.

Por fim, o controlador também pode deixar de prestar informações relevantes acerca da sua posição acionária em relação à companhia ao diretor de relações com investidores e à CVM, conduta que pode prejudicar a avaliação da companhia e, por conseguinte, o exercício do direito de voto pelos minoritários.

Em todos esses casos, o controlador pode vir a ser civilmente responsabilizado pelos danos sofridos pela companhia, pelos acionistas minoritários e também por terceiros, desde que comprovados os requisitos aplicáveis à regra geral do regime de responsabilidade civil, já vistos no presente capítulo.

4.5 RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA

Como visto no item 4.3 do presente trabalho, a companhia, como regra, responde pelos atos de seus administradores, com exceção daqueles praticados com excesso de poderes ou com culpa ou dolo. Não obstante, a Lei das S.A. não previu, como fez em relação aos administradores e ao acionista controlador, regra específica em relação à responsabilidade da companhia, mormente no que diz respeito aos danos causados pelas falhas informacionais. Tal omissão levou Nelson Eizerik (EIZERIK, 2017, p. 99) a concluir que, haja vista ser atribuição dos administradores a divulgação de informações, nos termos do artigo 157 da Lei das S.A., a responsabilidade pela falha informacional recairia somente sobre os gestores e não sobre a companhia.

Parte significativa da doutrina, por outro lado, defende a responsabilidade da companhia em virtude dos atos causados por seus administradores, sobretudo aqueles praticados sem culpa ou dolo e dentro dos seus limites de atribuições. Assim, Luiz Gastão de Barros Leães (LEÃES, 2018, p. 68) assevera que, levando em conta que os administradores são integrantes de um órgão social e, portanto, agem como se fossem a própria companhia, não há como excluir a responsabilidade da companhia pelos atos de seus gestores.

Igualmente, Arnaldo Wald (WALD, 2018, pp. 128-129) aponta para a possibilidade de que a companhia responda solidariamente com seus administradores frente aos acionistas prejudicados, sobretudo quando houver prejuízo direto ao patrimônio dos seus investidores. José Estevam Prado (PRADO, 2018, p. 209), também defende que não há razões para excluir a responsabilidade da companhia nos casos de falhas informacionais, notadamente nos casos em que a própria companhia se beneficia com a divulgação falsa ou imprecisa.

O mesmo autor (PRADO, 2018, p. 209) excetua a responsabilidade da companhia nos casos em que o que ocorre de fato não é a divulgação falsa de informações, mas sim a fraude cometida por administradores ou controladores no sentido de maquiar a própria realidade fática da sociedade. Em tais casos, a principal prejudicada seria a própria sociedade, não havendo razão para condená-la por tais atos fraudulentos. E, mesmo nos casos em que for possível a responsabilização da companhia, é importante que os administradores responsáveis pelo ato ilícito sejam solidariamente responsáveis pelos danos dali decorrentes, sob pena de que “a

sociedade preste uma garantia aos membros dos órgãos sociais pelo exercício defeituoso dos poderes a eles atribuídos”.

Em que pese vários autores defenderem a responsabilização da companhia emissora pelos danos oriundos de falhas informacionais, algumas críticas fundamentadas fazem com que pareça sob tal matéria necessidade de profunda reflexão.

A primeira crítica que merece menção foi elencada por Nicolas Spitz (SPITZ, 2010, p. 71), segundo a qual a responsabilização de companhias pelos danos causados a seus acionistas teria um caráter circular. Tal crítica aponta que, ao reparar os danos aos seus investidores, o decréscimo patrimonial da companhia refletirá no valor de suas ações, de modo que o próprio acionista teria seu patrimônio afetado.

Partindo dessa lógica, os recursos recebidos pelo acionista acabariam se igualando à perda do valor das ações de sua titularidade. Ocorre que, além da indenização em si, a companhia também arca com os custos decorrentes do procedimento judicial, de modo que, no fim do dia, os valores incorridos pela companhia superariam o benefício financeiro do acionista.

Outra crítica relevante, bem explicitada por Prado (PRADO, 2018, p. 213), é feita no sentido de que a reparação de danos sofridos por acionistas pela companhia emissora iria privilegiar alguns investidores em prejuízo a outros. Isso se deve ao fato de que nem todos os acionistas da companhia foram direta e efetivamente prejudicados com a falha informacional. Via de regra, os investidores que compraram suas ações anteriormente à divulgação de informação defeituosa não experimentaram prejuízos patrimoniais diretos. Assim, o que ocorre na prática é que a companhia indeniza alguns acionistas em prejuízo de outros, conforme demonstrado no exemplo citado por Prado (PRADO, 2018, p. 213):

Antes da divulgação da informação falsa:

- Valor da companhia: \$10.000
- Quantidade de ações: 1.000 ações
- Preço de bolsa: \$10

Com a divulgação da informação falsa:

- Valor da companhia: \$15.000
- Quantidade de ações: 1.000 ações
- Preço da bolsa: \$15
- Negociadas no período 500 ações a \$15

Após correção da informação:

- Valor da companhia após a divulgação de informação falsa: \$7.500 (*)
- Quantidade de ações: 1.000 ações
- Preço da bolsa: \$7.50

(*) O valor da companhia cai abaixo do valor inicial porquanto a companhia será obrigada a “ressarcir” 500 ações compradas com um sobrepreço de \$5 por ação (\$2.500).

Posição final líquida:

- Indenização a ser paga: \$2.500
- Perda líquida dos que compraram ações: $(-) \$3.750$ (desvalorização das ações) + \$2.500 (indenização) = $(-) \$1.250$ ou \$2.50 por ação
- Perda líquida dos demais acionistas: $(-) \$1.250$ (desvalorização das ações) ou \$2.50 por ação

Assim, não há propriamente a indenização ou reparação de danos, mas tão-somente a repartição de prejuízos. Procede, portanto a crítica.

No entanto, se todas as ações (compradas e mantidas) fizerem jus à mesma reparação, como ocorreu, por exemplo, no caso Vivendi, o resultado seria o seguinte:

Posição final líquida:

- Indenização a ser paga: \$2.500
- Perda líquida dos que compraram ações: $(-) \$3.750$ (desvalorização das ações) + \$1.250 (indenização) = $(-) \$2.500$ ou \$5.00 por ação
- Perda líquida dos acionistas que mantiveram as ações: $(-) \$1.250$ (desvalorização das ações) + \$1.250 (indenização) = Nihil

Como se vê, a crítica acerca da socialização das perdas procede, na medida em que apenas alguns acionistas são indenizados pelas falhas informacionais. No

entanto, em que pese o exemplo citado acima elucidar um hipotético comportamento do mercado em relação a uma falha informacional, é sempre importante lembrar que o comportamento do preço de ações negociadas no mercado bursátil é errante e sua variação não necessariamente vai acompanhar o preço desembolsado pela companhia para indenizar os acionistas prejudicados por tal acontecimento. Nesse sentido, os acionistas não indenizados podem, a depender da situação, serem mais ou menos prejudicados.

A nosso ver, estaria correto o já esposado entendimento de Nelson Eizerik (EIZERIK, 2017, p. 99), para quem somente o administrador (ou o controlador, conforme demonstrado acima) poderia ser responsabilizado pelos danos causados a investidores em virtude de falhas informacionais. Tal conclusão se sustenta em dois pilares: um legislativo e um econômico.

Sob o ponto de vista legislativo, a Lei das S.A., não previu a possibilidade de que acionistas obtenham indenizações da própria companhia, sobretudo quando o ilícito foi ocasionado pela própria administração da companhia.

Perante terceiros, seria até viável impor a obrigação de indenizar perdas e danos à companhia, sobretudo se a conduta dos administradores se enquadrar no conceito de “ato regular de gestão” previsto no artigo 158 da Lei das S.A. Por outro lado, perante os próprios acionistas, o legislador optou por não prever tal possibilidade.

Reconhecemos aqui que, embora inexista previsão expressa no sentido de atribuir à companhia responsabilidade pelos atos culposos de seus administradores perante os seus acionistas, a legislação brasileira adotou a teoria organicista da administração, o que significa que o administrador atua como se fosse um órgão da própria sociedade. No entanto, entendemos que o escudo da pessoa jurídica, no caso de danos causados a acionistas, não se aplicaria, de modo que aqueles que de fato agiram ilicitamente (administradores e/controladores) devem responder pelos prejuízos que provocaram.

Sob a ótica do segundo pilar, existem algumas considerações de ordens econômicas e financeiras que devem ser levadas em consideração pelo aplicador do direito no momento da definição do sujeito passivo da obrigação indenizatória. Nesse

sentido, nos filiamos à Prado (PRADO, 2018, p. 215) ao afirmar que, sobretudo nos casos em que os próprios acionistas são os maiores prejudicados em virtude da falha informacional, os administradores e demais pessoas que participaram do ato ilícito devem responder pelos danos ocasionados. Esse é o entendimento do John Coffee Junior (COFFEE JUNIOR, 2006, p. 1.575), que entende que as indenizações impostas às sociedades emissoras promovem a transferência de riqueza entre os acionistas, que por vezes nada tem a ver com a conduta ilícita.

Pelo exposto, entendemos que a falha informacional não poderia ensejar a responsabilização civil das companhias emissoras, mas tão somente dos seus administradores e acionistas controladores.

4.6 O PROBLEMA DA QUANTIFICAÇÃO DO DANO

O legislador brasileiro, ao dispor sobre a quantificação do dano, optou pela adoção do princípio da reparação integral, nos termos do artigo 944 do Código Civil:

Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

Haja vista tal disposição, é necessário compatibilizar tal princípio com a mensuração dos danos causados a investidores de companhias abertas pela falha informacional. Para tal tarefa, faz-se útil a análise dos ensinamentos da doutrina estrangeira sobre o tema, de modo a adequar as soluções adotadas no direito comparado ao ordenamento jurídico pátrio. Com esse objetivo, Prado (PRADO, 2018, p. 193) se aprofundou no estudo de como a apuração do dano reparável é feita nos Estados Unidos e na França.

No caso do direito norte-americano, conforme explica tal autor, o aplicador do direito busca estimar qual seria o preço praticado no mercado de bolsas pelas ações sem a divulgação de informações falsas ou imprecisas. Tal preço é calculado de

acordo com o impacto da falha informacional no preço da ação, estimado pelo retorno atípico observado no momento da divulgação da correção da informação falsa.

Importante mencionar que a variação do preço da ação após a divulgação da correção da informação pode ser influenciada por diversos outros fatores, inclusive especulativos. Isso porque, o valor praticado pelos valores mobiliários em um mercado de bolsas é aleatório e é bastante impactado pelo movimento especulativo dos investidores. Assim, é possível que o comportamento do mercado logo após a divulgação da correção de informações seja bastante errático, impedindo a análise precisa do retorno atípico acima mencionado. Esse fator pode ser mitigado se considerada a variação dos preços durante um período maior após a correção da falha informacional, dando tempo para que o mercado assimile a informação.

Com o resultado da análise do impacto da falha informacional no preço da ação, é possível que se faça uma reconstrução histórica dos preços durante o período relevante, compreendido entre a divulgação da informação falsa e a sua devida correção. A reestruturação histórica do preço permite avaliar o verdadeiro prejuízo que cada investidor incorreu, a depender no momento em que comprou ou vendeu suas ações.

Por outro lado, a jurisprudência francesa adota um critério distinto, aplicando indistintamente aos casos de falhas informacionais a indenização pela perda de uma chance. Nesse caso, todos os acionistas poderiam alegar a perda abstrata de uma chance em virtude da falha informacional, fazendo jus ao recebimento de uma quantia fixa por ação a título de indenização.

Trazendo tais reflexões para a realidade brasileira, entendemos que o critério de avaliação do dano utilizado pelos tribunais norte-americanos poderia melhor se enquadrar no princípio da reparação integral adotado pela lei brasileira. Isso porque, o dano efetivo sofrido por cada um dos acionistas de uma companhia que incorreu em uma falha informacional pode variar de acordo com o período em que ele deteve tais valores mobiliários. Assim, o princípio da extensão do dano melhor se enquadraria em tal método de avaliação em detrimento à indenização por perda de uma chance aplicada no direito francês.

4.7 TEMAS ANEXOS À RESPONSABILIDADE CIVIL EM DECORRÊNCIA DA FALHA INFORMACIONAL

4.7.1 O SEGURO DE RESPONSABILIDADE CIVIL

Como uma forma de mitigar o risco de perda patrimonial no caso de condenações envolvendo falhas informacionais, é possível que o administrador se valha de um seguro de responsabilidade civil de administradores e diretores, também conhecido como seguro de D&O (directors and officers).

Nos termos do artigo 4º da Circular SUSEP nº. 553 de 23/05/2017, o seguro de responsabilidade civil de administradores pode assim ser definido:

Art. 4º O seguro de RC D & O é um seguro de responsabilidade civil, contratado por uma pessoa jurídica (tomador) em benefício de pessoas físicas que nela, e/ou em suas subsidiárias, e/ou em suas coligadas, exerçam, e/ou passem a exercer, e/ou tenham exercido, cargos de administração e/ou de gestão, executivos, em decorrência de nomeação, eleição ou contrato de trabalho (segurados), ou pela própria pessoa física.

Diferentemente dos seguros de bens, o seguro de responsabilidade civil não assegura uma determinada coisa específica em relação a danos e avarias. Nesse caso, o seguro protege a integralidade do patrimônio do segurado frente a eventuais condenações por danos causados pelo segurado. Nos seguros D&O, os danos segurados se restringem àqueles causados por aqueles que exercem cargos de administração em pessoas jurídicas.

Assim, e conforme encontra-se descrito no artigo 5º da Circular SUSEP nº. 553 de 23/05/2017, nos seguros D&O a sociedade seguradora garante o reembolso das indenizações que forem obrigados a pagar, a título de reparação, pelos danos causados a terceiros em virtude de ato ilícitos culposos por administradores nos exercícios de suas funções.

Em virtude do grande número de obrigações direcionadas aos administradores de companhias abertas, é uma prática corriqueira no mercado que executivos, ao aceitarem a nomeação a cargos de administração de sociedades de capital aberto exijam a contratação de seguros de D&O para assegurarem seus respectivos patrimônios no caso de prejuízo causados no exercício de suas funções. Se por um lado a contratação de seguro de responsabilidade civil vai atrair para uma companhia maior número de gestores interessados em ocupar cargo de gestão de tal sociedade, sua utilização pode ocasionar a socialização dos custos de indenização e o incremento do risco moral.

Conforme consta no já mencionado artigo 4º da Circular SUSEP nº. 553 de 23/05/2017, o seguro de D&O é contratado pela sociedade em favor de seus administradores, de modo que o valor do prêmio de tal contratação é também custeado pela sociedade. Por outro lado, em que pese o prêmio seja custeado pela pessoa jurídica, a proteção tem como beneficiários os administradores da sociedade, que têm seus respectivos patrimônios pessoais protegidos em caso de condenações por danos causados no exercício de suas funções.

Como se vê, o que ocorre na prática é que os acionistas acabam custeando, por meio da companhia, eventuais indenizações que sejam impostas aos administradores por seus atos culposos. Ou seja, haveria a socialização dos custos de indenização, que antes eram destinados exclusivamente ao administrador e passariam a ser custeados pela coletividade dos administradores. A crítica social nesse caso é óbvia, na medida em que os acionistas, teoricamente vítimas da conduta culposa dos administradores, acabam respondendo indiretamente pelo pagamento dos prêmios do seguro de D&O.

Além disso, os seguros de D&O comumente encontram-se associados ao risco moral, ocasionando, em última análise, o aumento da probabilidade de que um administrador aja com culpa no exercício de suas funções. Isso porque, ao eximir o gestor de arcar com a eventual indenização imposta pelos danos causados por ele, haveria um desincentivo para que o administrador aja no estrito cumprimento de seus deveres.

Nesse sentido, importante mencionar estudo conduzido pelos pesquisadores norte-americanos Chalmers, Dann e Harford (CHALMERS, DANN, HARFORD, 2000,

p. 1), o qual teve como resultado a conclusão de que, numa amostra de 72 companhias que realizaram seu IPO entre 1992 e 1996 em bolsas de valores dos Estados Unidos, constatou-se uma relação inversamente proporcional entre o valor da cobertura do seguro de D&O e o desempenho da companhia contratante nos três primeiros subsequentes à oferta primária de ações.

Nesse cenário, a sociedade seguradora atua como uma aliada da companhia para evitar os efeitos negativos do risco moral. Steven Shavell (SHAVELL, 1979, p. 542) cita ao menos duas formas que a seguradora pode tentar conter o risco parcial. A primeira delas é por meio da restrição das coberturas ou de coberturas incompletas. No caso brasileiro, o artigo 5º da Circular SUSEP nº. 553 de 23/05/2017 evidencia que somente os danos causados por conduta culposa dos administradores são cobertos por seguros de responsabilidade civil, restando excluída a cobertura dos prejuízos oriundos de condutas dolosas. A outra solução sugerida pelo autor é de que a seguradora monitore sistemática e regularmente o nível de cuidados dos administradores no exercício de suas funções, avaliando a condução dos negócios da companhia, as suas demonstrações financeiras e o desempenho da sociedade.

Wim Weterings (2012, p.8), adiciona um outro caminho para o controle do risco moral, talvez o mais utilizado hoje em dia por sociedades seguradoras: a exposição parcial da companhia tomadora do seguro ou do segurado ao risco. Ao nosso ver, expor a companhia tomadora do seguro é atribuir ainda mais à sociedade ônus que não lhe cabe, uma vez que o risco moral tem o potencial de exercer efetiva influência justamente sobre a pessoa jurídica.

Por parte do administrador, sua exposição ao risco pode se dar pela inclusão de um valor de franquia em caso de sinistro, cujo pagamento deverá ser realizado pelo beneficiário. Nesse caso, por arcar com uma quantia monetária em caso de acionamento do seguro, o administrador constantemente seria influenciado a agir diligentemente.

Em que pese os mecanismos para a mitigação do dano moral, é importante que a utilização do seguro de D&O por companhias abertas seja avaliada sob o possível impacto nos sistemas de incentivo aos seus administradores. Ademais, não encontramos argumentos sólidos para rebater a crítica realizada ao modelo de seguros de responsabilidade civil em que a companhia é quem realiza a contratação

e realiza o pagamento dos prêmios à sociedade seguradora. Por tal razão, é necessário que a companhia esteja ciente de tais efeitos antes da contratação de tal modalidade de seguro para seus administradores.

4.7.2 O CONTRATO DE INDENIDADE

O contrato de indenidade é um instrumento que vem sendo bastante utilizado pelas companhias, o qual tem como objetivo assegurar o pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas decorrentes de possíveis processos arbitrais, cíveis ou administrativos instaurados para investigar atos praticados por administradores no exercício de suas funções. Diferentemente do seguro de D&O, no contrato de indenidade é a própria companhia quem reembolsa o administrador pelas perdas e despesas incorridas nos procedimentos judiciais, arbitrais e administrativos.

Atribui-se a popularização do contrato de indenidade aos repetidos casos de corrupção envolvendo o alto nível de administração de companhias brasileiras. Diante desse cenário, as seguradoras passaram a limitar as coberturas oferecidas aos seguros de responsabilidade civil de administradores, além de repassar para todo o mercado o aumento no valor dos prêmios pagos pelas companhias. Assim, algumas companhias passaram a implementar o contrato de indenidade como uma forma de complementar os seguros de D&O e oferecer maior proteção aos seus administradores.

Ocorre que, como adiantado, diferentemente dos contratos de seguro, nos quais a companhia somente arca com o pagamento dos prêmios, o contrato de indenidade pode gerar ônus financeiro mais relevante para a sociedade, que poderia vir a ser obrigada a arcar com condenações vultuosas impostas aos seus administradores.

Ademais, na estrutura administrativa de uma sociedade anônima, é possível que a decisão acerca da celebração de um contrato de indenidade, bem como a avaliação acerca do pagamento ou não da indenização em caso de prejuízo sofrido

por um administrador, acaba recaindo sobre a própria administração, hipótese em que haveria flagrante conflito de interesses nessa tomada de decisões.

Foram essas preocupações que levaram a CVM a publicar o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 25 de setembro de 2018, que prevê algumas recomendações sobre os contratos de indenidade celebrados por companhias abertas:

A depender de seus termos, os contratos de indenidade podem trazer um impacto patrimonial substancial para a companhia, em contraposição ao que ocorre nos contratos de seguro de responsabilidade civil, comumente conhecidos como “D&O”. Nestes, a companhia se obriga ao pagamento do prêmio, fixado na apólice de seguro, em contrapartida à indenização oferecida pela seguradora. No contrato de indenidade, conforme mostra a prática, a companhia assume parte do risco financeiro individual do administrador, relativo à investigação, acusação ou responsabilização da qual seja alvo, observados os termos e condições fixados no contrato.

Além disso, na hipótese de a realização dos desembolsos previstos nos contratos de indenidade depender de avaliação feita por órgão composto por administradores da própria companhia ou por pessoas sob sua influência, há razões para se identificar risco de atuação de tais pessoas em conflito de interesses, seja na definição dos termos do contrato, seja nas tomadas de decisão relativas aos desembolsos.

Ao mesmo tempo em que reconhece o valor do contrato de indenidade como instrumento para a atração e retenção de profissionais qualificados, a CVM considera que os administradores de companhias abertas têm uma função importante a cumprir em relação a tais instrumentos, de forma a zelar para que sejam elaborados e executados em conformidade com os deveres fiduciários que a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, atribui aos administradores de sociedades anônimas, em especial aqueles refletidos em seus artigos 153, 154, 155 e 156.

De acordo com referido parecer de orientação, a CVM sugere que sejam excluídas da cobertura do contrato de indenidade os prejuízos oriundos de atos de administradores praticados: (i) fora do exercício de suas atribuições; (ii) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; (iii) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento de interesse social da companhia, incluídos os valores relativos a indenizações decorrentes de ações de responsabilidade ou oferecidas no âmbito de termos de compromisso.

Comparando as exclusões acima citadas com as hipóteses de responsabilização pessoal do administrador previstas no artigo 158 da Lei das S.A.,

verifica-se que a CVM adota como sugestão a indenização apenas os prejuízos causados por condutas culposas dos administradores, eliminando desse rol os atos praticados com culpa grave. Em que pese o referido parecer não conceituar “culpa grave”, pode-se utilizar a definição clássica de Caio Mário da Silva Pereira (PEREIRA, 2001, p.71), que entende que, em tal modalidade culposa, o autor tenha agido como se tivesse querido causar o dano, embora efetivamente não tenha tido tal intenção.

A nosso ver, e em se tratando de danos causados por falhas informacionais, o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 25 de setembro de 2018 limita que o ressarcimento pelo contrato de indenidade se limite aos casos em que a divulgação falsa ou incompleta tenha se dado por motivos alheios à esfera de controle do administrador. O caráter restritivo de tal definição visa justamente evitar que o contrato de indenidade seja tratado como um incentivo para que os administradores violem os seus deveres previstos na Lei das S.A., no estatuto social da companhia em questão e nas demais normas aplicáveis.

De modo a evitar eventuais conflitos de interesses na concessão da indenização objeto do contrato de indenidade, a CVM ainda orienta que conste em tal instrumento regras claras e objetivas especificando:

- (i) o órgão da companhia que será responsável por avaliar se o ato do administrador se enquadra em alguma das excludentes sugeridas no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 25 de setembro de 2018; e
- (ii) os procedimentos que serão adotados para afastar a participação dos administradores cujas despesas poderão vir a ser indenizadas no processo de avaliação prevista no item (i) acima.

Além das providências acima, a CVM sugere que o envolvimento dos acionistas nas deliberações que envolverem a celebração dos contratos de indenidade e a concessão de indenização ao administrador, de modo a evitar potenciais conflitos de interesse. Da mesma forma, o parecer defende que a adoção de tais contratos seja respaldada por prévio parecer circunstanciado elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração, em que se “descreva os

fundamentos pelos quais os órgãos entendem que os termos de condições fixados no contrato mitigam os riscos de conflito de interesses inerentes a esse tipo de contratação e equilibram os interesses da companhia em jogo”.

Por fim, o parecer ainda recomenda que, no mínimo, as seguintes informações sejam divulgadas pela companhia:

- (i) se há previsão estatutária sobre a indenidade e, em caso afirmativo, seus termos;
- (ii) se o contrato terá que prever valor-limite para a indenização oferecida e, em caso positivo, qual é esse valor;
- (iii) o período de cobertura que poderá ser abrangido pelo contrato;
- (iv) os administradores que poderão celebrar contrato de indenidade com a sociedade;
- (v) as hipóteses excludentes do direito à indenidade;
- (vi) os procedimentos relativos às decisões quanto ao pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas decorrentes do compromisso de indenidade, indicando: (a) órgão da companhia que será responsável pelas decisões referentes à sua concessão; e (b) as regras e os procedimentos que serão adotados para mitigar conflitos de interesses, garantir a independência das decisões e assegurar que sejam tomadas no interesse da companhia.

Ressalta-se que, embora o parecer não tenha força vinculante, os standards ali estabelecidos refletem o comportamento esperado das companhias abertas brasileiras, razão pela qual a observância das sugestões nele contidas podem evitar investigações e aplicações de penalidades por parte da CVM.

4.7.3 ESTUDOS DE CASOS BRASILEIROS

PRADO (2016) elaborou estudo pioneiro acerca da responsabilidade pela divulgação de informações falsas por sociedades anônimas de capital aberta. Nesse estudo, foram analisadas algumas decisões judiciais proferidas pelos tribunais brasileiros sobre tal matéria, merecendo destaque os seguintes casos: (i) caso Banco Panamericano S.A.; e (ii) caso da alienação do controle do Banco Real S.A. para o Banco ABN/Amro S.A.

4.7.3.1 Caso Banco Panamericano S.A..

A ação ajuizada por investidor de tal instituição financeira teve como pano de fundo a existência de fraude contábil nas demonstrações financeiras relacionadas o exercício de 2010. O acionista, que comprou ações do Banco Panamericano dois meses antes da revelação da falha informacional e vendeu tais valores mobiliários logo após, ajuizou ação exigindo da companhia os prejuízos por ele sofrido, tendo sido o acórdão prolatado pelo TJSP ementado da seguinte forma:

EMPRESARIAL. AÇÃO DECLARATÓRIA. PREJUÍZO EM MERCADO DE AÇÕES. Autor, pessoa física, que adquire ações com base em avaliação do mercado, alterada depois pela divulgação de inadequação dos dados contábeis do Banco réu. Pretensão de danos materiais, lucros cessantes e danos morais. Sentença de improcedência. O fato de as razões de apelação não serem inovadoras não possui o condão de obstar o processamento e o julgamento do apelo, posto que além de o réu haver apresentado as contrarrazões, eventual não conhecimento do inconformismo poderia ensejar alegação de violação ao princípio do contraditório e da ampla defesa. CERCEAMENTO DE DEFESA. Inocorrência. O magistrado é o destinatário da prova cabendo a ele, de ofício ou a requerimento da parte, determinar as provas necessárias à instrução do processo, indeferindo as diligências inúteis ou meramente protelatórias com o fito de construir seu convencimento, ante a aplicação da causa madura. Inteligência do art. 130 do CPC. RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES. A Lei de Sociedades por Ações impõe regra de responsabilidade subjetiva para os administradores, mas defere a interposição da demanda apenas à sociedade empresária (uti universi), contra seu administrador, após a sua destituição em Assembléia Geral, para se ver ressarcida de prejuízos próprios. Não tem a sociedade anônima responsabilidade pela reparação dos danos sofridos pelo autor, em

razão da desvalorização das ações que adquiriu. Sentença mantida. Apelo desprovido.⁹²

Em tal caso, cujo trânsito em julgado já foi observado, o tribunal entendeu pela impossibilidade de a companhia ser condenada a ressarcir os prejuízos causados pela fraude contábil deflagrada em tal sociedade, sob o argumento de que a instituição financeira, assim como seus acionistas, também foi vítima da atuação fraudulenta de seu corpo de administradores.

Também foi nessa decisão que a 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do TJSP exarou o já abordado entendimento de que o mercado bursátil tem como uma de suas principais características o risco, razão pela qual investidor deve estar preparado para a variação dos preços das ações que houver adquirido.

Do acórdão proferido no caso do Banco Panamericano S.A., é possível extrair que a 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do TJSP: (i) entendeu que a conduta fraudulenta se deveu exclusivamente à atuação dos administradores, de modo que a sociedade figurou como vítima de tal conduta, razão pela qual a condenação da companhia pelos prejuízos ocasionados aos seus acionistas configuraria dupla penalização; (ii) considerou que os acionistas sofreram apenas danos indiretos, uma vez que os danos foram primariamente causados a própria companhia; (iii) compartilha da posição crítica já abordada nesse estudo de que, ao impor a responsabilização da companhia por prejuízos informacionais, restariam penalizados os demais acionistas da sociedade, numa espécie de socialização dos prejuízos; e (iv) considerou que a cotação das ações de uma companhia não pode servir como “fundamento para verificar o valor mercadológico a empresa”, dando a entender que a mera oscilação dos preços de negociação de uma ação negociada em bolsa não significaria efetivo prejuízo patrimonial do acionista.

⁹² BRASIL. TJSP. **Apelação Cível: AC 1089065-29.2013.8.26.0100**. Relator: Ramon Mateo. Processo n. 1089065-29.2013.8.26.0100. Rel. Ramon Mateo Júnior. DJ: 14 abr. 2015. Disponível em: <http://esaj.tjsp.jus.br/cjsq/resultadoCompleta.do;jsessionId=1760A907D9627D68B350302E8EC44EB4.cjsq2>. Acesso em 03 dez. 2019.

4.7.3.2 *Caso da alienação do controle do Banco Real S.A. para o Banco ABN/Amro S.A*

Esse caso foi permeado pela alienação do controle do Banco Real ao Banco ABN Amro. Em virtude de alegada demora na divulgação da realização da aquisição do controle do Banco Real pelo Banco ABN Amro, um investidor desta última instituição financeira ajuizou ação indenizatória em virtude de prejuízo na venda de suas ações, realizadas antes do anúncio da referida transação.

Após julgamento desfavorável em primeira instância, o TJSP concedeu a indenização requerida pelo investidor nos seguintes termos:

Apelação Cível. Deserção - Não caracterização - Possibilidade de complementação do preparo na forma do artigo 511, parágrafo 2o, do Código de Processo Civil -Preliminar rejeitada. Ação de indenização - Mercado de capitais -Aquisição de controle acionário de banco -Publicação de fato relevante em cumprimento ao princípio do full disclosure - Não observância do dever de informar - Negociação de ações em bolsa que implicava na aquisição do controle do banco, fato omitido do mercado - Preço das ações ofertado pelo adquirente que não reflete o real valor dos títulos, pelo desconhecimento do mercado acerca de seu valor intrínseco de aquisição do controle -Indenização devida em face do dano causado aos alienantes, que não tinham ciência do valor intrínseco de seus títulos, em face da ocultação de fato relevante - Valor do dano a ser apurado em liquidação por arbitramento. Dá-se provimento ao recurso.⁹³

Nesse caso, diferentemente do que se observou no Caso Banco Panamericano S.A., o TJSP condenou a própria companhia a indenizar os danos sofridos pelo investidor. Trata-se de julgamento anterior àquele dos investidores do Banco Panamericano, o que pode apontar para uma possível mudança de entendimento por parte do judiciário paulista.

Ocorre que, após interposição de Recurso Especial, o STJ reverteu o julgamento, decidindo pela não concessão da indenização ao acionista do Banco ABN Amro. Ocorre que tal decisão foi motivada, em grande parte, pela ausência de regra

⁹³ BRASIL. TJSP. **Apelação Cível: AC 9247433-87.2005.8.26.000**. Relatora: Christine Santini. DJ: 23 nov. 2011.

específica que obrigasse a divulgação da aquisição de controle outra sociedade à época da efetivação da operação. Não entrou o tribunal superior na possibilidade ou não de a companhia ser condenada a indenizar seus acionistas por falhas informacionais.

4.8 REFLEXÕES SOBRE A RESPONSABILIDADE PELAS FALHAS INFORMACIONAIS

O presente capítulo teve como objetivo apresentar um panorama geral sobre a responsabilidade civil decorrente de falhas informacionais. Exatamente por essa razão, não foram abordadas as consequências administrativas da divulgação de informações falsas ou imprecisas perante a CVM. Pretendeu-se mostrar de que modo o descumprimento do regime informacional por companhias abertas se enquadra dentro do estudo da responsabilidade civil no direito brasileiro.

Como resultado de tal estudo, algumas conclusões e reflexões merecem ser destacadas. A primeira delas é que, em virtude da ausência de autorização legislativa expressa e de efetividade econômica, entendemos não ser possível a responsabilização da companhia emissora, mas tão somente dos administradores e, em alguns casos, do acionista controlador no caso de falha informacional.

A depender do caso concreto e da opção por parte dos investidores prejudicados, é possível que as demandas reparatórias sejam direcionadas majoritariamente a um dos grupos citados acima. Instintivamente, somos levados a pensar que o acionamento das companhias pelos danos causados aos investidores poderia ser mais frutífero, já que aquela teria melhores condições de realizar o pagamento de eventual sentença desfavorável.

Ocorre que, como já mencionado, a condenação de companhias gera o efeito de socialização dos prejuízos perante todos os seus acionistas, comportamento esse que poderia afastar investidores do mercado de valores mobiliários. Tal movimento seria facilmente justificável, na medida em que menos pessoas estariam dispostas a investir seu dinheiro em um mercado, que além de apresentar um risco inerente,

reconhece a socialização de custos causados pela administração da companhia. Por outro lado, e num exercício hipotético, tal padrão também poderia gerar maior envolvimento por parte dos investidores na administração da sociedade, uma vez que haveria o receio de que uma gestão descuidada pudesse gerar prejuízos palpáveis aos acionistas.

Por outro lado, responsabilizar administradores no lugar das companhias poderia também causar um efeito indesejado no mercado: o risco de exercer cargos de administração em companhias abertas seria relevante, o que poderia afastar bons profissionais da direção de tais sociedades. Diante de tal risco, o setor já vem adotando algumas medidas que visam dar mais segurança aos administradores, eximindo-o de eventual condenação ou mitigando sua responsabilidade no caso concreto. Dentre tais mecanismos, destacam-se o seguro de D&O e o contrato de indenidade. Como visto neste capítulo, os dois mecanismos protegem os administradores de condenações cíveis em detrimento da própria companhia, que em um caso paga os prêmios devidos à seguradora e no outro realiza diretamente o ressarcimento dos administradores.

Na utilização do contrato de indenidade e o do seguro de responsabilidade civil de administradores, a SUSEP e a CVM indicam critérios mínimos a serem adotados na contratação de tais serviços por companhias, visando eliminar o risco de conflito de interesses e mitigar o risco moral. Em apertada síntese, pelo que foi possível capturar no presente estudo, apenas os danos oriundos de atos culposos dos administradores seriam cobertos pelo seguro de D&O e pelo contrato de indenidade.

Por fim, percebe-se na realidade brasileira a incipiência do tema da responsabilidade civil por falhas informacionais, sobretudo nos tribunais pátrios, que emitiram escassas decisões sobre o tema. Nos poucos casos em que se chegou à análise de mérito, a jurisprudência é vacilante e pouco consistente, sendo impossível determinar qual é a corrente que se sobressai no direito brasileiro. É bem verdade que, em função da existência de câmara de arbitragem administrada pela B3, é possível que boa parte das discussões envolvendo danos causados a investidores sejam sediadas em tal órgão, de maneira que seus desfechos não são acessíveis ao pública geral em função do caráter sigiloso dos procedimentos arbitrais.

A ausência de discussões envolvendo danos causados aos investidores por companhias abertas pode indicar dois cenários diametralmente opostos: (i) existem poucas violações do regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras; ou (ii) os investidores encontram dificuldades para identificar, comprovar e requerer judicialmente os prejuízos causados pelas falhas informacionais. Infelizmente, não há dados suficientes para saber qual dos dois cenários é observado hoje no Brasil.

De toda forma, caso estejamos diante da segunda opção, há relevante risco de que tais dificuldades sejam entraves para o maior crescimento e propagação dos investimentos em mercados de valores mobiliários. Isso porque, em um ambiente onde o princípio da confiança norteia a tomada de decisões dos investidores, a possibilidade palpável de que um dano experimentado pelos investidores não seja efetivamente indenizado pode reduzir o nível de confiabilidade do mercado e o tornar menos atrativo.

4. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo analisar os efeitos jurídicos cíveis da divulgação de informações falsas, imprecisas ou enganosas no mercado de valores mobiliários.

A motivação por trás do presente estudo foi a existência da pouca abordagem pelo meio jurídico dos efeitos cíveis das ora denominadas falhas informacionais. Do ponto de vista da jurisprudência, os tribunais brasileiros prolataram pouquíssimas decisões de mérito envolvendo a responsabilização de companhia, administradores ou controladores pela divulgação de informações falsas ou imprecisas. No caso de demandas envolvendo a anulação de negócios jurídicos no mercado de valores mobiliários por erro ou dolo, não tivemos ciência de nenhum caso no judiciário pátrio.

A doutrina nacional, embora tenha voltado seus olhares para a análise da responsabilidade civil decorrentes das falhas informacionais, pouco caminhou no sentido de verificar a possibilidade anulação de negócios jurídicos de valores mobiliários negociados publicamente viciados por erro ou dolo.

Feita a análise proposta, sustenta-se as seguintes premissas e conclusões:

- (i) a imposição de um regime obrigatório de divulgação de informações falsas encontra respaldo em justificativas econômicas, evitando o efeito negativo da seleção adversa de emissoras de valores mobiliários e reduzindo significativamente o custo da procura por informações pelos *players* do mercado;
- (ii) o regime de *disclosure* desempenha importante funções para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, auxiliando na tomada de decisões pelo investidor e promovendo a eficiência informacional, facilita o monitoramento dos administradores e controladores, reduzindo o custo de agência em tais relações, promove a confiança dos investidores no mercado, reduz os efeitos da seleção adversa dos emissores de valores mobiliários, facilita o controle e a fiscalização das sociedades emissoras pelos órgãos regulares e

autorreguladores e viabiliza a responsabilização civil pelas falhas informacionais;

(iii) o regime informacional aplicável às emissoras de valores mobiliários encontra-se previsto na Lei das S.A. e na LMVM, mas também está disperso entre uma série de instruções normativas editadas pela CVM. Além daquelas obrigações que devem ser observadas cotidianamente, as sociedades emissoras ainda devem cumprir deveres informacionais adicionais quando se registrar como uma emissora de valor mobiliário perante a CVM, ao registrar ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, e ao observar a existência de alguma informação relevante para os fins da ICVM 358;

(iv) embora a falha informacional possa provocar distorção na realidade que influencie a tomada de decisões dos investidores, a comprovação da essencialidade da informação falsa ou imprecisa e da cognoscibilidade da situação de erro pela contraparte praticamente inviabilizariam êxito em demanda judicial com visando anular negócios jurídicos praticados no mercado secundário de valores mobiliários;

(v) tal dificuldade é ainda maior para a anulação de negócios praticados no mercado secundário por dolo, uma vez que, além da essencialidade, a parte interessada deveria comprovar que a sua contraparte voluntariamente o induziu a erro no caso concreto;

(vi) no caso dos negócios jurídicos celebrados no mercado primário, embora o requisito da essencialidade seja também de difícil comprovação, a cognoscibilidade e o elemento volitivo são quase automáticos, uma vez que a própria contraparte do negócio é quem elabora e divulga as informações falsas ou imprecisas. Nesse sentido, em sendo possível comprovar a essencialidade, restaria mais fácil a anulação de tais operações;

(vii) caso a companhia, seus investidores e terceiros sejam prejudicados em virtude de falhas informacionais, os administradores da sociedade podem ser pessoalmente

responsabilizados, caso reste demonstrado que este descumpriu seus deveres. Em tais casos, reputamos ser difícil a tarefa do administrador de comprovar a inexistência de conduta culposa, uma vez que o desconhecimento, ignorância ou não divulgação de um fato cujo *disclosure* era necessário, por si só, já implicaria o reconhecimento de imperícia e/ou negligência;

(viii) os acionistas controladores também podem vir a ser responsabilizados em casos de danos oriundos de falhas informacionais, sempre que utilizarem de sua posição para maquiar dados, influenciar os administradores e tomar deliberações que impliquem descumprimentos de obrigações informacionais;

(ix) a companhia, por ausência de previsão legal expressa e em virtude de contradição econômica intrínseca a tal medida, não pode ser responsabilizada, perante seus acionistas, pelos danos causados pela divulgação de informações falsas e/ou imprecisas;

(x) o mercado, diante do aumento de casos envolvendo divulgação de informações falsas julgados administrativamente pela CVM, vem adotando medidas que visam mitigar os riscos de condenação aos seus administradores, merecendo destaque o seguro de D&O e o contrato de indenidade. Em ambos os casos, embora a intenção de atrair bons diretores seja válida, é necessário que sejam tomadas medidas que mitiguem o risco moral e o conflito de interesses no momento da contratação de tais instrumentos.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2010.

AKERLOF, George. **The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economic, Massachusetts: MIT Press, v. 84, n. 3, 1970.

ALEMANHA. Bürgerliches Gesetzbuch, de 1 de janeiro de 1900 apud CASILLO, João. **O erro como vício da vontade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 80.

ALVES, José Carlos Moreira. **A Parte Geral do Projeto de Código Civil Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2003.

ALVIM, Agostinho. **Da inexecução das obrigações e suas consequências**. 4. Edição atualizada. São Paulo: Saraiva, 1972.

AMARAL, Francisco. **Direito Civil: introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. **Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto**. In: ADAMEK, Marcelo Vieira (org.). Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2010.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial (Noções gerais e formação da declaração negocial)**. (Tese de titularidade). São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP), 1986.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia**. São Paulo: Saraiva, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **RESOLUÇÃO Nº 435, DE 20 DE JULHO DE 1977**. Brasília, DF, jul. 1977. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40743/Res_0435_v3_L.pdf. Acesso em: 09 dez. 2019.

BARROS, Zanon de Paula. **Responsabilidade civil: colisão de veículos em cruzamento**. RT, 662/233, 1956.

BEVILÁQUIA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1927.

BIANCA, Massimo. **Diritto civile. Vol 1.** Milão: Giuffrè, 2000.

BITTAR, Carlos Alberto. **Teoria Geral do Direito Civil.** Rio de Janeiro: Forense, Universitária, 2007.

BLACK, Bernard S. **Strengthening Brazil's Securities Markets** (October 2000). Revista de Direito Mercantil, Economico e Financiero, 2001 [Journal of Commercial, Economic and Financial Law]. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=247673>. Acesso em 08 dez 2019.

BLOCH, Ernest. **Inside Invesment Banking.** Washington: Beard Books, 1989.

BRASIL. **LEI Nº 10.303, DE 31 DE OUTUBRO DE 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, out. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. **LEI Nº 10.406, DE 10 DE JANEIRO DE 2002.** Institui o Código Civil. Brasília, DF, jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. **LEI Nº 4.595, DE 31 DE DEZEMBRO DE 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF, dez. 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. **LEI Nº 6.385, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. **LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF, dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. STJ. **Agravo Interno no Recurso Especial: AgInt no REsp 1773523/RJ.** Relator: Ministro Herman Benjamin. DJ: 10 set. 2009. Disponível em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/451459249/agint-no-recurso-especial-agint-no-resp-1585353-df-2016-0041706-8>. Acesso em: 09 dez. 2019.

BRASIL. TJSP. **Apelação Cível: AC 1089065-29.2013.8.26.0100.** Relator: Ramon Mateo. Processo n. 1089065-29.2013.8.26.0100. Rel. Ramon Mateo Júnior. DJ: 14 abr. 2015. Disponível em:

<http://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/resultadoCompleta.do;jsessionid=1760A907D9627D68B350302E8EC44EB4.cjsg2>. Acesso em 03 dez. 2019.

BRASIL. TJSP. **Apelação Cível: AC 9247433-87.2005.8.26.000**. Relatora: Christine Santini. DJ: 23 nov. 2011.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Direito das companhias**. Obra coordenada por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedrera. 1ª ed. Rio de Janeiro, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 153.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; kuyven, Luiz Fernando M. **Tratado de Direito Empresarial, vol 3, Sociedades Anônimas [versão digital]**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CATARINO, Luis Guilherme. **Informação: utopia, realidade e intervenção pública**. In: ALMEIDA, Carlos Ferreira de; CÂMARA, Paulo, et. Al. **Direito dos valores mobiliários**. Coimbra: Coimbra Editora, v. X, 2011.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de responsabilidade civil**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2001.

CHALMERS, John, DANN, Larry, HARFORD, Jarrad. **Managerial Opportunism? Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases** (11 de agosto de 2000). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=239222>. Acesso em 28 nov. 2019.

CIFUENTES, Santos. **Los Derechos Personalísimos**. Buenos Aires: Lerner, 1974.

COFFEE JUNIOR, John C. **Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation**. Columbia Law Review, 106, n. 7, p. 1.534-1.586, nov. 2006. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893833 . Acesso em: 21 nov. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Colegiado da CVM, **PAS CVMRJ 2006/5928**, j. 17.04.2007, rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Colegiado da CVM, **PAS CVMRJ 2006/4776**, j. 17.01.2007, rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Colegiado da CVM. **PAS CVM Nº 25/03**. Rel. Diretor Eli Loria, j. em 25.03.2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Colegiado da CVM. **PAS CVM Nº. RJ2006/4776**. Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 17 jan. 2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Colegiado da CVM. **PAS CVM Nº. RJ2006/5928**. Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 17 abr. 2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública n.º 07/08**, p. 5. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0719.html. Acesso em: 23 abr. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública nº 07/08**, p.9, disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html, acesso em 08 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 07/08**. Regras sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Rio de Janeiro, RJ, mar. 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html, acesso em 08 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 09, DE 11 DE OUTUBRO DE 1979**. Aprova o regulamento anexo que dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão e divulgação de informações a ela referentes. Rio de Janeiro, RJ, out. 1979. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst009.pdf>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 31, DE 8 DE FEVEREIRO DE 1984**. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Rio de Janeiro, RJ, fev. 1984. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst031.pdf>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de

emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Rio de Janeiro, RJ, jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 400, DE 29 DE DEZEMBRO DE 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Rio de Janeiro, RJ, dez. 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 461, DE 23 DE OUTUBRO DE 2007.** Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga as Instruções CVM nº 42, de 28 de fevereiro de 1985; nº 179, de 13 de fevereiro de 1992, nº 184, de 19 de março de 1992; nº 203, de 07 de dezembro de 1993; nº 263, de 21 de maio de 1997; nº 344, de 17 de agosto de 2000; nº 362, de 05 de março de 2002; nº 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1º a 14 e 17 da Instrução CVM nº 243, de 1º de março de 1996, Instrução CVM nº 250, de 14 de junho de 1996; arts. 2º a 7º, caput e §1º do art. 8º, arts. 10, 13, 15 e 16 da Instrução CVM nº 297, de 18 de dezembro de 1998; o parágrafo único do art. 1º e o art. 3º da Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993; e a Deliberação CVM nº 20, de 15 de fevereiro de 1985. Rio de Janeiro, RJ, out. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 480, DE 7 DE DEZEMBRO DE 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, dez. 2007. Disponível em: <file:///C:/Users/fjf/Downloads/inst480consolid.pdf>. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Oferta pública primária e secundária.** Portal do Investidor. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em: 06 ago. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 38, DE 25 DE SETEMBRO DE 2018.** Deveres fiduciários dos administradores no âmbito dos contratos de indenidade celebrados entre as companhias abertas e seus

administradores. Rio de Janeiro, RJ, set. 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare038.html>. Acesso em: 09 dez. 2019.

CORDEIRO, Antônio Menezes. **Tratado de direito civil, v. 2.** 4. ed. Coimbra: Almedina, 2014.

COX, James, et. al. **Securities Regulation – Cases and Materials.** Sixth Edition. Aspen Publishers, 2009.

CRUZ GUEDES, Gisela Sampaio de. **Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do nexu causal na responsabilidade civil.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários.** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DOWNS, Anthony. **Uma teoria econômica da democracia.** São Paulo: EDUSP, 1999.

EIZIRIK, Nelson. **Aspectos jurídicos do “Underwriting”.** Revista de Direito Mercantil, Industrial e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 66, abr/jun, 1987.

EIZIRIK, Nelson. **Negócio Jurídico de Underwriting: Questões Contemporâneas.** In: Ecio Perin Junior, Daniel Kalansky, Luis Peyser (coords.) **Direito Empresarial: aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado.** São Paulo, Editora Método, 2005, p. 250.

EIZIRIK, Nelson. **“Fraud-on-the-Market Theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro?** In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos.** Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson. **“Insider trading” e a responsabilidade de administrador de companhia aberta.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, 50, 1983.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada.** 2º volume: Artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESPÍNOLA, Eduardo. **Dos fatos jurídicos. Das nulidades**. In: LACERDA, Paulo. Manual do Código Civil Brasileiro, de Paulo Lacerda. Rio de Janeiro, Jacinto dos Santos Ribeiro dos Santos Editor, 1929.

FAMA, Eugene. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance, New York: American Finance Association, v. 25, 1970.

FAMA, Eugene; LAFFER Arthur. **Information and Capital Markets**. The Journal of Business, Vol. 44, No. 3, pp. 289-298, jul., 1971.

FERREIRA, Aloizio. **Direito à Informação, Direito à Comunicação**. São Paulo: Celso Bastos/BDC, 1997.

FERRELL, Allen. **The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world**. The Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law. Nova York: Brooklyn Law School, v. 82, 2007.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas do direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. **Responsabilidade por danos, imputação e nexos de causalidade**. Curitiba: Juruá, 2014.

GHESTIN, Jacques; GOUBEAUX, Gilles. **Traité de droit civil. Introduction générale**. Paris: LGDJ, 1994.

GOMES, Orlando. **Introdução ao Direito Civil**. 20 ed. Edvaldo Brito e Reginalda Paranhos Brito (atualizadores). Rio de Janeiro: Forense, 2010.

GOMES, Orlando. **Transformações gerais do direito das obrigações**. São Paulo: RT, 1980.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, abr/jun, 1981.

HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward, et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. Londres: Oxford University, 2009.

IUDICIBUS, Sérgio, MARION, José Carlos. **Curso de contabilidade para não contadores**. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure**. In: Journal of Financial Economics. 1976. p. 305-360.

JÚNIOR, Humberto Theodoro. **Comentários ao Novo Código Civil – Vol. III.** 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2003.

JÚNIOR, Humberto Theodoro. **Dos defeitos no negócio jurídico no novo Código Civil: fraude, estado de perigo e lesão.** Revista da EMERJ, nº 20, 2002, p. 75.

LALOU, Henri. **Traité Pratique de La Responsabilité Civile.** Paris: Librairie Dalloz, 1949.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. **A Lei das S.A. Pressupostos, elaboração e modificação.** 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações anotada.** 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. **A responsabilidade civil das companhias de mercado: a tutela coletiva dos investidores em sede arbitral.** In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (Orgs.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

LONGHI, Caio Scheunemann. **Deveres e responsabilidade civil dos administradores de sociedades por ações.** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: comentários à lei, vol. II.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MAHONEY, Paul G. **Mandatory Disclosures as a Solution to Agency Problems.** University of Chicago Law Review. Chicago: University of Chicago, v. 62, 1995.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação.** São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do fato jurídico. Plano de existência.** São Paulo: Saraiva, 1999.

MENDES, João de Castro. **Direito Civil: teoria geral.** Lisboa: Associação Acadêmica da Faculdade de Direito, 1979.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em 28 out. 2019.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976.** Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>, acesso em 18 out. 2019.

MOTA PINTO, Carlos Aberto de. **Teoria Geral do Direito Civil**. Coimbra: Coimbra Editora, 1985.

NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas – artigo 159, §6º, LSA e a business judgment rule**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

NERY JUNIOR, Nelson. **Vícios do Ato Jurídico e Reserva mental**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

PAES, Paulo Roberto Tavares. **Curso de Direito Comercial. Parte Geral – sociedades**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.

PAREDES, Troy A. **Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation**. Saint Louis: Washington University, 2003. Disponível em: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol81/iss2/7. Acesso em 08 dez. 2019.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil, vol. I**. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2001, p. 71.

PINTO, Paulo Cardoso Correia da Mota. **Declaração tácita e comportamento concludente no negócio jurídico**. Coimbra: Almedina, 1995.

PITTA, André Grunspun. **O regime de informações das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PONTES DE MIRANDA, Francisco. **Tratado de Direito Privado – Parte Geral – Bens – Fatos Jurídicos**. Tomo II. São Paulo: RT, 1983.

PONTES DE MIRANDA, Francisco. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1956.

PONTES DE MIRANDA, Francisco. **Tratado de Direito Privado. Tomo III**. Campinas: Bookseller, 2000.

PRADO, José Estevam de Almeida. **Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

PRADO, Viviane M. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**, set. 2016. [Working Paper]. Disponível em:

https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores. Acesso em: 02 dez. 2019.

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

RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil: Parte Geral**. 33.ed., v.1. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, João Manuel de Carvalho. **Código Civil brasileiro interpretado**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1980, v. 1.

SCHREIBER, Anderson. **Novos Paradigmas da responsabilidade civil**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

SHAVELL, Steven. **On moral hazard and insurance**. *The Quarterly Journal of Economics* (novembro de 1979). Oxford: Oxford University Press.

SILVA, Wilson Melo da. **Da responsabilidade civil automobilística**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1983.

SIMÃO, José Fernando. **Requisito do erro como vício de consentimento no Código Civil**. In: DELGADO, M., FIGUEIREDO ALVES, J. Novo Código Civil – Questões controvertidas – Parte Geral do Código Civil. São Paulo: Método, 2007.

SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

SPITZ, Nicolas. **La réparation des préjudices boursiers**. Paris: Revue Banque, 2010.

STIGLER, George. **The economics of information**. *The journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 69, 1961.

STOUT, Lynn A. **The investor confidence game**. 2002. Cornell Law Faculty Publications. Paper 762. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/762>, acesso em 18 mar. 2019.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de. **O conselho de administração na sociedade anônima**. São Paulo: Atlas, 1999.

TRABUCCHI, Alberto. **Instituzioni di diritto civile**. Padova: Cedam, 1973.

VARELA, João de Matos Antunes. **Das obrigações em geral, V. 1**. Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: parte geral**. São Paulo: Atlas, 2013.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: v. 4: responsabilidade civil**. São Paulo: Atlas 2005.

VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. **Les conditions de la responsabilité**. 4 ed. Paris: LGDJ, 2013.

WALD, Arnaldo. **A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas**. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (Orgs.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WALD, Arnaldo; EIZERIK, Nelson. **Responsabilidade do Underwriter pela Veracidade das Informações em uma Emissão Pública**. Revista da Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários, n. 5, 1984.

WALKER, George; BLAIR, Michael, WILLEY, Stuart. **The Financial Markets and Exchanges**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

WETERINGS, Wim. **Directors' & Officers' liability, D&O insurance and moral hazard: more control of moral hazard by D&O insurers needed to increase the incentives of directors and supervisory board members** (27 de setembro de 2012). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2153129. Acesso em 28 nov. 2019.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007.