

Insper

**INSPER - INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
L.L.M. EM DIREITO SOCIETÁRIO**

EDGARD SCHWERY NETO

**OSCILAÇÃO ATÍPICA: DEVER DE DIVULGAÇÃO E CORRELAÇÃO COM FATO
RELEVANTE.**

**SÃO PAULO
2017**

**OSCILAÇÃO ATÍPICA: DEVER DE DIVULGAÇÃO E CORRELAÇÃO COM FATO
RELEVANTE.**

Monografia apresentada ao Programa de L.L.M. em Direito Societário, do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, como parte dos requisitos para obtenção do título de pós-graduação em Direito Societário.

Área de concentração: Direito Societário

Orientadora: Professora Ana Cristina von Gusseck Kleindienst.

Schwery Neto, Edgard.

Oscilação atípica: dever de divulgação e correlação com fato relevante.

Edgard Schwery Neto. — São Paulo, 2017.

42 p.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Societário – L.L.M.). Área de concentração: Direito Societário. Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, 2017.

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Introdução ao Dever de Informar. 2. Fato Relevante. 3. Oscilação Atípica. 4. Considerações Finais.

Edgard Schwery Neto

Oscilação atípica: dever de divulgação e correlação com fato relevante

Monografia apresentada ao Programa de L.L.M. em Direito Societário, do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, como parte dos requisitos para obtenção do título de pós-graduação em Direito Societário.

Área de concentração: Direito Societário

DATA DE APROVAÇÃO: __/__/__

BANCA EXAMINADORA

Prof.:

Instituição:

Prof.:

Instituição:

Prof.:

Instituição:

Resumo

O presente trabalho visa a abordar a eventual necessidade de haver uma correlação entre a informação mantida em sigilo e a oscilação atípica verificada na cotação dos valores mobiliários de companhias abertas. Para isso, torna-se necessário analisar o dever de informação introduzido no ordenamento jurídico brasileiro com o objetivo de assegurar a assimetria informacional entre os agentes de mercado, de forma a possibilitar a melhor tomada de decisões. Viabiliza-se, assim, que os títulos negociáveis da companhia tenham uma precificação adequada. Também se fará necessária a análise do conceito de fato relevante, especificamente no que tange (a) ao dever de divulgar fato ou ato ocorrido nos negócios da companhia e que tenha o potencial para influir na decisão dos agentes do mercado-- seja para vender, comprar ou até mesmo manter os valores mobiliários de emissão da companhia; e (b) à exceção prevista no ordenamento jurídico, que possibilita a não divulgação do fato relevante, caso coloque em risco o interesse legítimo da companhia. No contexto da referida exceção, insere-se a discussão do presente trabalho, já que o dispositivo legal estabelece que na hipótese de ocorrer oscilação atípica, o fato relevante deve ser divulgado imediatamente, ainda que coloque em risco o interesse legítimo da companhia. Por fim, conforme será discutido abaixo, através da análise de decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários, verifica-se que caso a administração da companhia não possua uma comprovada justificativa que assegure que a oscilação atípica foi causada por outros fatos que não o conhecimento da informação sigilosa por determinados agentes, o fato relevante deverá ser divulgado, ou seja, o entendimento atual não exige uma comprovada correlação.

Palavras-chave: Introdução ao dever de informar. Fato relevante. Oscilação Atípica. Correlação.

Abstract

The scope of this work is to address the potential requirement of proofing the existence of a correlation between the information kept confidential and the atypical oscillation verified in the securities of public-held companies. To do so, it will be necessary to analyze the duty to inform that has been introduced in the Brazilian legal system in order to ensure the informational asymmetry between market agents, so as to enable better decision making. Such enhanced decision process allows the tradable securities of the company to be appropriately priced. It will also be necessary to analyze the concept of material fact, specifically regarding the (a) duty to disclose material fact occurred in the company's business and that has the potential to influence the decision of the market agents, either to sell, buy, or even keep the securities issued by the company. Company, and (b) exception provided for in the legal system that allows for the non-disclosure of a material fact in the event that it jeopardizes the legitimate interest of the company. In the context of this exception, the discussion of this work is inserted, considering that the legal provision establishes that in the event of atypical oscillation, the material fact must be disclosed immediately, even if it jeopardizes the legitimate interest of the company. Finally, as will be discussed below, through the analysis of decisions of the Brazilian Securities Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*) it is possible to verify that in case the company's administration does not have a proven reason guarantying that the atypical oscillation was caused by facts other than the knowledge of the undisclosed information by certain agents, the material fact should be disclosed; thus, the current understanding does not require a proven correlation.

Keywords: Introduction to the duty to inform. Material fact. Atypical Oscillation. Correlation.

Sumário

1. INTRODUÇÃO AO DEVER DE INFORMAR	6
1.1. A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO.....	6
1.2. ORIGEM DAS REGRAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO NO DIREITO COMPARADO.....	7
1.3. A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	9
1.4. O SIGILO	13
2. FATO RELEVANTE	15
2.1. DEFINIÇÃO	15
2.2. A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	16
2.3. ICVM 358	17
2.4. O DIREITO COMPARADO	19
2.5. MOMENTO DA DIVULGAÇÃO	20
2.6. INFLUÊNCIA NA DECISÃO DE INVESTIMENTO	21
2.7. INFLUÊNCIA PONDERÁVEL E EFETIVA DA DIVULGAÇÃO.....	24
2.8. NEGÓCIOS EM ANDAMENTO.....	27
2.9. FATOS NÃO PÚBLICOS	29
2.10. CASOS PRÁTICOS	29
3. OSCILAÇÃO ATÍPICA	31
3.1. DEFINIÇÃO	31
3.2. A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	31
3.3. DEVER DE DIVULGAR E SUA CORRELAÇÃO COM FATO RELEVANTE.....	32
3.4. CASOS PRÁTICOS E ENTENDIMENTOS ATUAIS DA CVM	32
3.5. O DIREITO COMPARADO	33
3.6. CONTRA-ARGUMENTO E O POSICIONAMENTO DAS COMPANHIAS ABERTAS	34
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	35
4.1. OBSERVAÇÕES FINAIS	35
4.2. CONCLUSÃO.....	35
5. REFERÊNCIAS	37

1. Introdução ao dever de informar

1.1. A importância da informação

De forma a introduzir a relevância do tema e os impactos relacionados à divulgação de informação no Direito Societário, especificamente com relação às informações que devem ser divulgadas pelas companhias abertas, é necessário discutir primeiramente a importância da informação.

Por si só, a informação pode ser classificada como um elemento que tem o poder de diferenciar indivíduos, principalmente nos dias atuais, em razão da sua crescente relevância econômica e seu potencial para influenciar decisões a serem tomadas por cada indivíduo, seja de forma a maximizar a possibilidade de atingir suas pretensões, seja para fins de proteção dos seus interesses. Essa parece ser a principal razão pela qual, nos tempos atuais, torna-se ainda mais verdadeira a relação entre a informação e o poder, ou seja, quanto maior a quantidade de informação que um indivíduo dispõe, maior a probabilidade de atingir seus objetivos.¹

Referida relevância também é verificada no ordenamento jurídico, inclusive no Mercado de Valores Mobiliários, no qual, recentemente, verificou-se que o conhecimento de determinadas informações, mesmo as de cunho judicial e político, tem o potencial de favorecer a tomada de determinadas decisões e a prática de condutas muitas vezes consideradas abusivas, e até mesmo ilegais.

O impacto da informação também pode ser constatado em negócios jurídicos, principalmente naqueles entre agentes que se encontram em situações opostas em relação às informações necessárias para a tomada de decisões, uma vez que possibilita ao agente que possui a maior quantidade de informações – e que saiba processá-las e aplicá-las da melhor maneira – maximizar os seus interesses em detrimento do agente que não possui o mesmo nível de dados. Para fins de ilustração, vê-se que a transparência na divulgação de informação traz benefícios para diversos *stakeholders*. Para os acionistas, possibilita a redução do risco de atuação desonesta por parte dos administradores da companhia. Para os eventuais credores da companhia, permite melhor tomada de decisão sobre a realização de transações com a

¹ 105 Cf. A. Ferreira, afirmando que “a necessidade de informação é a mais básica das necessidades humanas, constituindo-se o direito a ela num direito fundamentalíssimo, porquanto pressuposto de todos os demais. Deter informação é questão de sobrevivência tanto individual (física, emocional e psíquica) quanto social e política (...)” (FERREIRA, Aloizio. *Direito à Informação, Direito à Comunicação*. São Paulo: Celso Bastos/BDC, 1997, p. 81).

companhia. Para o mercado, possibilita que os títulos negociáveis da companhia tenham uma precificação adequada.

Portanto, cada vez mais se torna relevante e necessário assegurar a regular disseminação das informações entre todos os indivíduos envolvidos no negócio, de forma a manter o equilíbrio entre eles e possibilitar a tomada de decisões conscientes.

Outro argumento que justifica a necessidade de regulamentação da divulgação de informações é a sua caracterização e as respectivas consequências.

Via de regra, a informação é caracterizada como um bem público, principalmente do ponto de vista econômico, já que possui as seguintes características: (a) sua utilização por um determinado agente não impede que seja usada por outro; e (b) é impossível impedir que agentes tenham acesso à informação, mesmo que não tenham arcado com o seu respectivo custo.²

A caracterização mencionada acima justifica a criação do regime de *disclosure*, uma vez que a possibilidade de acesso irrestrito por terceiros que não participaram dos custos envolvidos, e que poderiam utilizar-se da divulgação em proveito próprio – inclusive em detrimento do agente titular da informação – desestimula a divulgação de informações sensíveis, em níveis razoavelmente satisfatórios, razão pela qual se torna necessário algum tipo de intervenção do Estado para garantir a necessária assimetria informacional.

Essa necessidade de garantir a assimetria informacional é um dos principais motivos do legislador brasileiro ter criado regras para a divulgação de informação, inclusive em caso de ocorrência de oscilações atípicas, conforme será discutido abaixo.

1.2. Origem das regras de divulgação de informação no direito comparado

Como já pacificado por diversos historiadores e doutrinadores, a necessidade de criar regras para proteger principalmente os investidores surgiu com a Revolução Industrial, período em que as chamadas sociedades por ações ganharam maior relevância.

Em razão da referida necessidade, foram promulgados no Reino Unido os seguintes diplomas legais: (a) *Bubble Act*, que possuía a finalidade de combater o desenvolvimento de empreendimentos fraudulentos no mercado; (b) *Companies Act*, que instituiu o princípio da divulgação de informações obrigatórias; e (c) *English Companies Act*, que ratificou o

² Cf. KAUL, Inge et al. Definindo bens públicos globais. In: KAUL, Inge et al. *Bens públicos globais: cooperação internacional no século XXI*. Tradução por Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2012, p. 42-43.

Companies Act no que tange às questões relacionadas aos prospectos de companhias emissoras de ações a serem ofertadas ao público³.

Já no ordenamento jurídico norte-americano, apesar de ter ganho força somente após a crise de 1929⁴, o sistema do *disclosure* e sua relevância para os agentes de mercado já havia sido tratada tanto por algumas legislações estaduais, cujas regulamentações ficaram conhecidas como *blue sky laws*, quanto pelas bolsas de valores, que, dentre outras condições e requisitos para a negociação de valores mobiliários, impunham às companhias obrigações informacionais.

Após a crise de 1929, no âmbito do *New Deal*, as seguintes regras foram promulgadas: (a) *Securities Act*, de 1933, que introduziu no sistema norte-americano a obrigatoriedade de divulgação de determinadas informações no âmbito das ofertas públicas; e (b) *Securities Exchange Act*, de 1934, que não só ampliou a obrigatoriedade estabelecida no *Securities Act* ao mercado secundário de valores mobiliários, mas também criou a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”).

A SEC passou a ter a responsabilidade de supervisionar o mercado de valores mobiliários, e a missão de promover uma ampla política no que tange à divulgação de informações por partes dos emissores de valores mobiliários, inclusive mediante a promulgação de regras de conduta relacionadas às negociações no mercado secundário.

Referidos diplomas passaram, desde então, a nortear o sistema norte-americano, bem como foram responsáveis por influenciar a estrutura e as regras regulatórias do mercado de valores mobiliários de vários outros países, sempre almejando estabelecer regras que visam a assegurar aos agentes do mercado o amplo acesso à informação.

³ Cf. CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, 2009, p. 38-39.

⁴ A esse respeito, J. Keynes afirmou: “*Many of the greatest economic evils of our time are the fruits of risk, uncertainty, and ignorance. It is because particular individuals, fortunate in situation or in abilities, are able to take advantage of uncertainty and ignorance, and also because for the same reason big business is often a lottery, that great inequalities of wealth come about; and these same factors are also the cause of the unemployment of labour, or the disappointment of reasonable business expectations, and of the impairment of efficiency and production. Yet the cure lies outside the operations of individuals; it may even be to the interest of individuals to aggravate the disease. I believe that the cure for these things is partly to be sought in the deliberate control of the currency and of credit by a central institution, and partly in the collection and dissemination on a great scale of data relating to the business situation, including the full publicity, by law if necessary, of all business facts which it is useful to know. These measures would involve society in exercising directive intelligence through some appropriate organ of action over many of the inner intricacies of private business, yet it would leave private initiative and enterprise unhindered. Even if these measures prove insufficient, nevertheless, they will furnish us with better knowledge than we have now for taking the next step*” (KEYNES, Jonh Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011, p. 172-173).

1.3. A legislação brasileira

O dever de informação, por si, poderia ser objeto de ampla análise. Entretanto, como forma de introduzir as regras relativas à divulgação do fato relevante, é importante contextualizar brevemente a forma como o tema é atualmente abordado pela legislação brasileira.

Os principais diplomas legais que regulamentam o sistema de *disclosure* no ordenamento jurídico brasileiro são a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (doravante denominada “Lei de Mercado de Valores Mobiliários” ou “LMVM”), e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (doravante denominada “Lei das Sociedades por Ações” ou “LSA”).

A LMVM determina os princípios que norteiam as competências tanto do Conselho Monetário Nacional (o “CMN”), quanto da Comissão de Valores Mobiliários (a “CVM”), órgão especializado na regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários brasileiro, sob a orientação do CMN⁵. Assim dispõe o artigo 4º da LMVM, *in verbis*:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional

Dentre outras, o CMN tem a competência de estabelecer não só as regras gerais que deverão nortear a regulamentação do mercado de valores mobiliários brasileiro, mas também, conforme mencionado acima, fixar as regras de atuação da CVM.⁶

No que tange às competências da CVM, a LMVM estabelece que a ela compete:

(i) definir outras situações que não estejam expressamente previstas na LMVM no que tange à configuração da situação como uma emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que o registro poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;⁷

(ii) especificar as informações que devam instruir o pedido de registro da companhia, inclusive sobre: (a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; (b) 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 na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor; e ⁸

(iii) elaborar regras relacionadas aos registros para negociação de valores mobiliários em bolsas de valores e no mercado de balcão, seja ele organizado ou não, especificando: (a) casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; (b) informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento; (c) casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizados ou não.⁹

No âmbito da competência mencionada no item (iii), acima, a LMVM especifica que a CVM deverá expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:¹⁰

(i) a natureza das informações que devem ser divulgadas pelas companhias e a sua periodicidade;¹¹

(ii) o relatório da administração e demonstrações financeiras;¹²

(iii) a compra de ações de emissão da própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;¹³

⁶ Cf. artigo 3º da LMVM.

⁷ Cf. artigo 19, §5º, I da LMVM.

⁸ Cf. artigo 19, §5º, II da LMVM.

⁹ Cf. artigo 21, §6º da LMVM.

¹⁰ Cf. artigo 22, §1º da LMVM.

¹¹ Cf. artigo 22, §1º, “I” da LMVM

¹² Cf. artigo 22, §1º, “II” da LMVM

¹³ Cf. artigo 22, §1º, “III” da LMVM

(iv) os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;¹⁴

(v) as informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas aos valores mobiliários de emissão da companhia e de sociedades controladas ou controladoras;¹⁵

(vi) a divulgação de deliberações da assembleia e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios; e¹⁶

(vii) a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados.¹⁷

A relevância do sistema de *disclosure* também é ratificada pela LSA, que possui determinadas regras relacionadas às obrigações de divulgação de informações. Referidas obrigações podem ser classificadas em quatro espécies, quais sejam:

(i) as obrigações necessárias para possibilitar aos acionistas o exercício de seus direitos, dentre as quais encontram-se: (a) as informações relacionadas às assembleias gerais, como, por exemplo, a disponibilização de documentos considerados fundamentais ao exercício do direito de voto com relação às matérias objeto da assembleia¹⁸ e à publicação do edital de convocação, compreendendo o conteúdo mínimo (local, data, hora, ordem do dia e, no caso de reforma estatutária, a indicação das matérias) para que os acionistas se preparem sobre os temas a serem discutidos; e (b) as informações relacionadas às operações de reorganização societária e aquisição de outras sociedades por companhias abertas;¹⁹

(ii) as obrigações de cunho financeiro. Nesse sentido, a LSA determinou parâmetros mínimos que devem ser observados quando da elaboração das demonstrações financeiras. Dentre eles, tem-se a necessidade de incluir: (a) o balanço patrimonial; (b) a demonstração dos

¹⁴ Cf. artigo 22, §1º, “IV” da LMVM

¹⁵ Cf. artigo 22, §1º, “V” da LMVM

¹⁶ Cf. artigo 22, §1º, “VI” da LMVM

¹⁷ Cf. artigo 22, §1º, “VII” da LMVM

¹⁸ “Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:

I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e

V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.”

¹⁹ Cf. artigos 122, 124, 221, 227, 228, 229, 252 e 256 da LSA.

lucros ou prejuízos acumulados no exercício; (c) a demonstração do resultado do exercício; (d) a demonstração dos fluxos de caixa da companhia; e (e) no caso específico das companhias abertas, a demonstração do valor adicionado;²⁰

(iii) as obrigações a respeito dos administradores da própria companhia, sendo que a LSA torna claro o interesse do administrador que extrapola a relação que possui em decorrência do cargo que ocupa²¹. Para atingir esse objetivo, a LSA determina que administrador não só deve informar, no momento de sua posse, os valores mobiliários por ele detidos (de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo), mas também deve revelar, se assim solicitado por acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social da companhia: (a) a quantidade de 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; (b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; (d) os termos dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e (e) informações sobre atos e fatos relevantes;²²

(iv) as obrigações relacionadas aos atos e fatos relevantes concernentes à companhia aberta.²³ Essa categoria está diretamente relacionada ao tema central do presente trabalho, uma vez que através dela foi reconhecido pelo ordenamento jurídico brasileiro o regime de *disclosure*²⁴, ao estabelecer a obrigação de informação por parte dos administradores da companhia aberta sobre qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, que tenha o potencial de influenciar na decisão dos investidores do mercado de vender ou

²⁰ Cf. artigo 176 da LSA.

²¹ Neste sentido, M. Carvalhosa afirma: “O dever de informar dos administradores corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial. Tal direito inclui-se entre os essenciais, previstos no art. 109 da lei, qual seja o de fiscalizar. Trata-se de prerrogativa que não admite restrição” (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. 4ª ed. v. 3, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 331).

²² Cf. artigos 109, III e 157, §§1º, 2º, 3º e 6º da LSA.

²³ Cf. artigo 157, §§4º e 5º da LSA.

²⁴ Nesse sentido, A.G. Pitta afirma: “Importante ressaltar, entretanto, que, no regime anterior, a Resolução CMN 88/68 já exigia, quando do registro dos emissores de valores mobiliários, o compromisso de divulgação de informações consideradas relevantes que possuíam o condão de afetar no preço dos valores mobiliários ou influenciar nas decisões de investimento.” (PITTA, André Grunspu. As Funções da Informação no Mercado de Valores Mobiliários, p. 175).

comprar valores mobiliários emitidos. Referida obrigação evidencia que a destinação da informação não é exclusiva aos acionistas, mas sim ao mercado como um todo.²⁵

1.4. O sigilo

Após o breve panorama a respeito da importância do regime de *disclosure* no Direito Societário, bem como das regras previstas no ordenamento jurídico brasileiro que visam a garantir a assimetria das informações entre os agentes do mercado, é necessário tecer breves comentários a respeito do contraponto previsto, *i.e.*, o dever de sigilo.²⁶

O dever de sigilo está atrelado às características inerentes às sociedades anônimas, dado que os administradores, antes de mais nada, são administradores do patrimônio de terceiros e, portanto, devem preservar a divulgação de determinadas informações relevantes para a companhia.

Caso tais informações fossem divulgadas, poderiam causar um prejuízo ao patrimônio administrado, já que dada a caracterização da informação como um bem economicamente público, uma vez divulgada a informação potencialmente sensível para a companhia, não haveria possibilidade de garantir que outros agentes que não arcaram com o custo relacionado à informação tenham acesso a ela e a utilizem em detrimento dos interesses da companhia e de seus acionistas. É o que ocorre na hipótese de um concorrente ter acesso à política de preços da companhia. Portanto, o dever de sigilo está diretamente relacionado a outro dever do administrador: o de agir visando o interesse social.²⁷²⁸

²⁵ Nesse sentido, L. A. de Sampaio Campos afirma: “A divulgação de fato relevante representa o deslocamento da relação companhia-acionista, do ponto de vista informacional, para um relacionamento companhia e o público em geral, que vem a ser a filosofia do ‘disclosure’, bem mais ampla do que a satisfação do direito de informação ao acionista” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 2009. p. 1181).

²⁶ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

[...]”

²⁷ Nesse sentido, F.A. Mota afirma: “A caracterização do conceito exato de interesse da companhia constitui um dos temas mais controversos do direito societário. No campo do dever de divulgar fato relevante sua aplicação é necessária para avaliar a possibilidade de manter determinada informação em sigilo.” (MOTA, Fernando de Andrade. O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta. São Paulo: Almedina, 2015. p. 80)

²⁸ Nesse sentido, L. A. de Sampaio Campos afirma: “No mesmo sentido, deve ser esclarecido que o dever de guardar reserva sobre as informações que envolvam a companhia decorre não da atividade do administrador, mas, sim, do cargo que ocupa, o que torna equivocada a conclusão de que seriam reservadas apenas as informações que o administrador tivesse conhecimento por conta do exercício de sua atividade.” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 831).

Quanto à abrangência desse dever de sigilo, importante ressaltar que: (i) o sigilo não é aplicável a todas as informações, mas sim àquelas que não são públicas; e (ii) embora a companhia seja de propriedade de seus acionistas, a eles também se aplica o sigilo de determinadas informações sobre os negócios da companhia.

Tal restrição justifica-se tanto pelo fato de que os acionistas não têm gerência direta dos negócios da companhia – razão pela qual não se justifica o acesso de determinadas informações gerenciais – bem como pelo fato de que os interesses dos acionistas não necessariamente estão sempre alinhados com os interesses da companhia e, portanto, um eventual acesso às informações sensíveis para a companhia por determinado acionistas poderia, em última instância, ser utilizada em detrimento da companhia.

Ademais, nota-se que, em determinadas situações, a divulgação de informações, mesmo que consideradas sigilosas, deve ser observada, como ocorre quando: (i) alguma autoridade governamental, que tenha competência legal, requisita o acesso à informação; (ii) a divulgação se faz necessária para permitir o cumprimento de determinadas obrigações da companhia, como pode ocorrer quando da auditoria das demonstrações financeiras pelo auditor independente da companhia, ou quando a informação for necessária para permitir que o acionista tenha os elementos necessários para tomar alguma decisão em sede de assembleia geral; ou (iii) necessário no âmbito de prestação de informações, notadamente ao Conselho de Administração da companhia.

Por fim, destaca-se que o dever de sigilo também é abordado pela Instrução CVM nº 358/2002 (a “ICVM 358”) que estabelece em seu artigo 8º a obrigação para diversos *stakeholders* de resguardar o sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante até sua divulgação ao mercado.²⁹

²⁹ “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

2. Fato Relevante

Da mesma forma que o dever de informação, o tema ao qual se refere o presente capítulo poderia ser objeto de ampla análise que não faz parte do escopo do presente trabalho. De todo modo, tendo em vista a relação direta com o tema, é necessário dar um panorama geral a respeito desse instituto.

2.1. Definição

Primeiramente, ressaltamos que o conceito de fato relevante³⁰ é amplo. A LSA utiliza a expressão “fato relevante” para disciplinar mais de um evento, pois pode decorrer de: (a) uma decisão do acionista controlador, (b) uma deliberação da assembleia geral, (c) uma decisão dos órgãos de administração da companhia, e (d) eventos externos à companhia, de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro, ocorrido ou relacionado aos seus negócios.

Para fins do presente trabalho, trataremos do dever de divulgar fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que tenha o potencial de influir na decisão dos agentes do mercado, seja para vender ou comprar valores mobiliários de emissão da companhia³¹.

A matéria é objeto de regulamentação específica pela CVM, notadamente por meio da ICVM 358.

O artigo 2º³² da referida instrução especifica duas situações aparentemente distintas. O inciso II tem uma redação quase igual à do §4º do artigo 157 da LSA, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato relevante poder alterar a decisão de "manter o valor mobiliário". Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a venda (*i.e.*, a decisão do agente

³⁰ Nesse sentido, M. Trindade afirma: “A primeira definição do que seja um fato relevante, para fins de divulgação, encontra-se no próprio §4º do art. 157 da Lei 6.404/76. Segundo esse dispositivo, relevante é o fato “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.” (TRINDADE, Marcelo. Processo Administrativo Sancionador - CVM Nº RJ2006/4776. p. 12)

³¹ Cf. artigo 157, §4º da LSA.

³² “Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, 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 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.”

de vender ou de manter), é sinal que a definição do inciso II é equivalente à do §4º do artigo 157 da LSA. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e de vender), também está implícito no §4º do artigo 157 da LSA.

Um dos temas frequentemente discutidos no âmbito da CVM com relação aos fatos relevantes, o qual será tratado abaixo, é a determinação do exato momento de surgimento do fato relevante.

Nota-se, a partir dos entendimentos já exarados no âmbito da CVM, que o momento de surgimento de um fato relevante pode não ser, por exemplo, somente a celebração de acordos finais e definitivos, mas também etapas intermediárias necessárias à consecução do negócio, tais quais a celebração do protocolo de incorporação ou cisão, a aprovação de matérias em órgãos da administração da companhia ou até a mera contratação de assessores financeiros.

2.2. A legislação brasileira

No que tange à divulgação de fato relevantes, o ordenamento jurídico brasileiro observa quatro elementos básicos, quais sejam:

(a) o transmissor: definição do agente que possui a obrigação de transmitir o fato relevante. É aplicável à administração das companhias, ao conselho fiscal, seus acionistas e determinados terceiros (*e.g.*, agentes fiduciários; avaliadores e instituições depositárias de ações);

(b) a frequência da divulgação: alguns fatos devem ser divulgados de forma periódica, já outros possuem frequência eventual. Nessa última categoria enquadra-se o dever de divulgar fato relevante, dado que a obrigação de divulgação decorre da ocorrência do fato em questão (*e.g.*, a divulgação da informação sobre a oscilação atípica);

(c) a finalidade: no caso de divulgação de fato relevante, o objetivo da divulgação é o de melhor instruir os agentes em sua decisão de investimento, bem como possibilitar que todos tenham o mesmo nível de informação; e

(d) o destinatário: além dos acionistas da companhia, são considerados como destinatários de determinados fatos relevantes os demais titulares dos valores mobiliários, investidores, credores e demais terceiros que tenham alguma relação com a companhia ou com o fato divulgado.

Tais elementos são essenciais para assegurar o objetivo primordial da norma, que é garantir que o mercado seja eficiente na avaliação dos títulos negociados, *i.e.*, que os

investidores tenham elementos para avaliar o ativo e os eventuais riscos relacionados, de forma a possibilitar que tomem decisões acertadas, de acordo com a expectativa de cada um.

Para garantir a referida eficiência é necessário assegurar que os emissores e agentes envolvidos com o ativo disponibilizem, o mais rápido possível, informações que possam impactar nessa avaliação.

2.3. ICVM 358

O parágrafo único do artigo 2º da ICVM 358 ainda complementa a definição de fato relevante com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia. Essa lista, no entanto, é exemplificativa e não exaure as possibilidades, nem determina o que é um fato relevante. Sendo assim, é sempre necessário analisar os dados concretos do fato e da companhia a que se refere.

A fim de assegurar o acesso ordenado e equitativo do mercado a tais informações, a ICVM 358 imputa ao Diretor de Relações com Investidores das companhias abertas o dever de divulgá-las, por meio dos canais oficiais de comunicação, além do dever de zelar pela sua ampla e imediata disseminação.³³

Como é fácil notar a partir da leitura do artigo 3º da ICVM 358, o Diretor de Relações com Investidores é o responsável direto pela divulgação dos fatos relevantes ao mercado. Embora não seja o único responsável, ele é, por assim dizer, o protagonista dessa obrigação.³⁴

Importante ressaltar que a responsabilidade pela não divulgação não é restrita ao Diretor de Relações com Investidores. Nesse sentido, a CVM divulgou o Comunicado ao Mercado nº 02/2016, no qual alerta para as responsabilidades na divulgação de informações relevantes.

³³ “Art. 3º *Cumpra ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.*”

³⁴ Nesse sentido, F. T. Boechem e A. C. P. Rios afirmam: “*De acordo com o caput do art. 3.º da Instrução CVM 358, o DRI é o responsável direto pela divulgação de fatos relevantes ao mercado. O DRI exerce, portanto, um papel destacado dentro do sistema de divulgação de fatos relevantes, assumindo não apenas as obrigações ordinárias de todos os diretores, mas também o encargo de zelar pelo cumprimento de certas obrigações dos administradores em relação ao mercado, especialmente o dever de divulgação de fatos relevantes. Segundo o diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, ao DRI ‘foi atribuído o dever de ser o fio condutor das informações entre as companhias e o mercado, ele foi o escolhido para ser o guardião do princípio da ampla divulgação, princípio tão importante para o regular funcionamento do mercado’*” (BOECHEM, Felipe Tavares e RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. *Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatos relevantes*. *Revista de Direito Empresarial*, v. 5. São Paulo: Revista dos Tribunais, set./out. 2014, pp. 146-149.)

Considerando o prejuízo às decisões de investimento e os possíveis abusos propiciados pela assimetria informacional, a CVM reforçou, por meio desse comunicado, os deveres e responsabilidades que envolvem a adequada disseminação das informações, ressaltando que não se restringem às atribuições do Diretor de Relações com Investidores, como visto, embora ele tenha sido o foco da ICVM 358.

Pensando nisso, a CVM obriga acionistas controladores, diretores, conselheiros, empregados e membros dos órgãos estatutários a manter o Diretor de Relações com Investidores informado sobre qualquer informação relevante de que tenham conhecimento. Isso porque, como reconhece a própria CVM, o Diretor de Relações com Investidores pode não ter ciência de todos os fatos potencialmente relevantes passíveis de divulgação.

Nota-se, entretanto, que a obrigação de divulgar fato relevante não é absoluta. Em linha com a regra prevista no artigo 155 da LSA, a ICVM 358, em seu artigo 6^o³⁵, alude à hipótese de a divulgação do fato relevante colocar em risco interesse legítimo da companhia, caso em que a não divulgação, excepcionalmente, passa a ser permitida por expressa previsão normativa. Como norma de exceção, tal disposição deve ser interpretada restritivamente, como determinam as regras de hermenêutica jurídica.

Como será discutido no Capítulo 3, no parágrafo único do art. 6^o da ICVM 358, a própria CVM adverte que, na hipótese de a informação “escapar ao controle”, ou se ocorrer “oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários”, o fato relevante deve ser divulgado imediatamente, ainda que coloque em risco interesse legítimo da companhia.

Ainda, importante ressaltar que a referida exceção à regra de divulgação pode ser desfeita caso seja contrária ao interesse público em geral. Conforme faculta o artigo 7^o da ICVM 358, a pedido dos administradores, acionistas, ou através de iniciativa própria, a CVM pode determinar que a informação mantida em sigilo seja divulgada pela companhia.³⁶

³⁵ “Art. 6^o Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.”

³⁶ “Art. 7^o A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6^o.

[...]

§2^o Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, determinará ao interessado, ou ao Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, que o comunique, imediatamente, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgue na forma do art. 3^o desta Instrução.”

2.4. O direito comparado

Seguindo a linha adotada por muitos países, a definição de fato relevante adotada no ordenamento brasileiro teve como inspiração o direito norte-americano, notadamente, a regra 10 da SEC³⁷. Importante ressaltar que a definição de *material fact* não é feita na referida regra, e sim pela jurisprudência, sendo que no caso precursor a Suprema Corte entendeu ser necessário que a informação ou fato tivesse o potencial de ser considerada pelo investidor no momento de uma votação, mesmo que não acarretasse na alteração do voto em questão³⁸.

Outro ponto importante a ser destacado na legislação norte-americana refere-se ao prazo mínimo para a divulgação de informações.

A SEC ao adotar a regulamentação própria sobre a divulgação seletiva de informações, denominada *Regulation of Fair Disclosure*³⁹, estabeleceu que, em caso de divulgação não intencional de informação privilegiada, essa deveria ser tornada pública prontamente, e conceituou “prontamente” como tão cedo quanto razoavelmente praticável, estabelecendo como limite o mais tarde de dois momentos: a abertura do próximo pregão, ou 24 horas desde o conhecimento da divulgação involuntária.

³⁷ “§ 240.10b-5 *Employment of manipulative and deceptive devices.*

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

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

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

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

³⁸ Cf. F.A. Mota afirma: “O caso paradigmático na definição do conceito de material information analisou a informação a ser divulgada na solicitação de procuração. Trata-se do julgamento pela Suprema Corte em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (426 U.S. 438). [...]. Naquele caso, o Tribunal a quo havia definido como fato relevante aqueles que um investidor razoável pudesse considerar importantes (“all facts which a reasonable shareholder might consider important”). Para a Suprema Corte, não seria suficiente a mera possibilidade de o fato ser considerado importante, era preciso haver substancial probabilidade de o investidor considerar aquela informação ao decidir como votar (“an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it importante in deciding how to vote”), ainda que não necessariamente para alterar o sentido de seu voto.” (MOTA, Fernando de Andrade. *O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta*. São Paulo: Almedina, 2015. ps. 105 e 106)

³⁹ A própria regulamentação explica o seu principal objetivo: “*Regulation FD (Fair Disclosure) is a new issuer disclosure rule that addresses selective disclosure. The regulation provides that when an issuer, or person acting on its behalf, discloses material nonpublic information to certain enumerated persons (in general, securities market professionals and holders of the issuer's securities who may well trade on the basis of the information), it must make public disclosure of that information. The timing of the required public disclosure depends on whether the selective disclosure was intentional or non-intentional; for an intentional selective disclosure, the issuer must make public disclosure simultaneously; for a non-intentional disclosure, the issuer must make public disclosure promptly. Under the regulation, the required public disclosure may be made by filing or furnishing a Form 8-K, or by another method or combination of methods that is reasonably designed to effect broad, non-exclusionary distribution of the information to the public.*” (site: <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>)

Além do tempo existente para tomar conhecimento da divulgação não intencional, a SEC também reconhece a necessidade de haver um certo tempo para que seja definida a forma como será tratada a informação.⁴⁰

2.5. Momento da divulgação

Conforme mencionado acima, a determinação do exato momento no qual um ato ou fato relevante configura-se é um dos temas mais controversos discutidos no âmbito da CVM.

A definição legal é demasiadamente abrangente e subjetiva e, dessa forma, toda e qualquer situação que possa ser interpretada como ato ou fato relevante deve ser cuidadosamente analisada pela companhia, caso a caso.

Isso se deve, em grande parte, ao fato de que etapas preliminares ou intermediárias de um negócio podem ser reputadas como atos ou fatos relevantes, à medida que tenham o condão de antecipar atos ou fatos que, quando consumados, constituirão ato ou fato relevante. Exemplificativamente, a CVM já se manifestou no sentido de que determinadas negociações, ainda que tenham sido somente minimamente estruturadas, podem constituir fato relevante.

Quando a companhia depara-se com evidências de vazamento relativo às negociações em andamento ou outros fatos que possam constituir fato relevante tão logo consumado, deverá antecipar a respectiva divulgação, confirmando, na medida do possível e com todas as precauções cabíveis, seu status.

Uma das questões mais desafiadoras relativas ao momento de divulgação de um fato relevante e que está diretamente relacionado com o tema central do presente trabalho, reside precisamente na verificação da ocorrência de um vazamento (*e.g.*, quando se verifica a ocorrência de uma oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia), hipótese na qual a divulgação do fato relevante — ainda que com todas as ressalvas quanto ao seu status — é, via de regra, necessária.

É possível considerar (e a CVM já o fez), por exemplo, que qualquer referência na mídia a uma negociação em andamento constitua um sinal de vazamento, provocando assim sua

⁴⁰ “(...) *We believe that it is preferable for issuers and the investing public that there be a clear delineation of when ‘prompt’ disclosure is required. We also believe that the 24-hour requirement strikes the appropriate balance between achieving broad, non-exclusionary disclosure and permitting issuers time to determine how to respond after learning of the non-intentional selective disclosure. However, recognizing that sometimes non-intentional selective disclosures will arise close to or over a weekend or holiday, we have slightly modified the final rule to state that the outer boundary for prompt disclosure is the later of 24 hours or the commencement of the next day’s trading on the New York Stock Exchange, after a senior official learns of the disclosure and knows (or is reckless in not knowing) that the information disclosed was material and nonpublic. (...)*” (<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>)

obrigatória divulgação — ainda que se possa sustentar que a companhia não deva agir face a informações genéricas ou especulativas (especialmente quando não se verificar a existência de volume atípico de negociação), tendo em vista que a carência de informações pode indicar a não ocorrência de um vazamento, mas tão somente de especulação.

É recomendável, todavia, que se aumente o monitoramento de vazamentos na hipótese de haver tratativas ou negócios em andamento e que se avalie se é o caso de antecipar algum fato relevante, caso seja feita qualquer referência na mídia ou outro meio de comunicação a respeito de qualquer fato potencialmente relevante e que esteja em curso. A depender das circunstâncias específicas do caso, até mesmo uma nota genérica pode ter o condão de provocar a necessidade de divulgação de uma informação ao mercado.

A CVM monitora constantemente o momento e a forma de divulgação de fatos relevantes por companhias abertas, dando início a processos administrativos sancionadores com o propósito de avaliar e, eventualmente, determinar responsabilizações, sempre considerando as particularidades de cada caso.

É extremamente difícil lidar com o assunto de forma genérica, posto que a obrigação de divulgação se aplica não apenas ao momento da celebração de acordos definitivos, mas também ao momento em que são tomadas decisões. Embora a legislação e a regulamentação atinentes à matéria admitam exceções à divulgação imediata, não há exceção aplicável à hipótese de vazamento de fatos relevantes.

2.6. Influência na decisão de investimento

A importância da divulgação do fato relevante a respeito dos negócios da companhia está diretamente relacionada com a influência que o conhecimento de tal informação pode ter na decisão dos investidores e, conseqüentemente, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia.

Para fins de compreensão sobre como é tomada a decisão de investimento por parte dos agentes do mercado, é necessário tecer alguns comentários sobre os chamados sistemas de análise de ações.

Conforme ensina Fernando de Andrade Mota (2015. pp. 139 e 140), o referido sistema compreende:

(a) a análise fundamentalista, a qual considera os dados econômicos com o fim de determinar o valor das ações. Comparando-se tal valor com o valor de mercado, toma-se a decisão de compra ou venda do determinado título; e

(b) a análise gráfica, a qual busca identificar quais serão as variações futuras nas cotações dos valores mobiliários e, a partir dessa expectativa futura, toma-se a decisão de compra ou venda do determinado título.

Para fins principalmente da análise fundamentalista, dado que o foco da análise gráfica não é o de observar os fatos relacionados aos negócios da companhia, mas, sim, o de observar as oscilações ocorridas nos próprios valores mobiliários, a relevância da divulgação de fatos relevantes é essencial para permitir que os investidores a conduzam de uma forma adequada, uma vez que referidos fatos têm potencial para alterar os dados econômicos da companhia.

Nesse sentido, não só os fatos diretamente relacionados aos negócios da companhia podem afetar a referida avaliação, mas também fatos indiretos, cuja obrigatoriedade de divulgação nem sempre é clara para a administração das companhias, como poderá ser verificado abaixo quando da discussão do caso prático sobre a divulgação de fato relevante por sociedade controladora a respeito de fato ocorrido nos negócios da companhia aberta controlada.

No que tange à natureza dos referidos fatos, é possível classificá-los em três categorias: (a) fato operacional (*e.g.*, a interrupção extraordinária de atividade em uma linha industrial da companhia é relevante se essa parada afetar significativamente as receitas, o resultado ou as demais operações da companhia); (b) fato patrimonial (*e.g.*, o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho para a companhia será relevante se o montante do ganho ou da perda for significativo em comparação ao patrimônio líquido da companhia); (c) fato financeiro (*e.g.*, a obtenção de um empréstimo pode ser relevante, embora seja, usualmente, um fato do dia-a-dia da companhia); e (d) fato societário (*e.g.*, a aquisição de uma participação relevante por parte de um determinado acionista).

O exemplo mencionado acima a respeito do fato financeiro demonstra a importância da valoração por parte da administração da companhia de cada fato ou ato relacionado aos negócios da companhia. Isso ocorre, pois algo que poderia ser considerado habitual e não relevante, pode, em determinados casos, ter o potencial de impactar a decisão de um investimento. No exemplo da obtenção de um empréstimo, esse ato pode por ventura ser relevante se for, por exemplo, a condição suspensiva para a conclusão de uma aquisição relevante já divulgada pela companhia, ou uma condição necessária ao início da construção de um projeto industrial substancial também já divulgado pela companhia. Um empréstimo pode, ainda, ser suficiente para o equacionamento da situação de liquidez, que poderia levar a companhia à falência ou a requerer recuperação judicial, e que é de conhecimento dos investidores.

Nessas situações em que não é possível determinar a extensão do impacto que o determinado fato terá nos negócios da companhia, é crucial que os administradores da companhia avaliem a necessidade de divulgar a informação ao mercado com base na probabilidade de tal fato ocorrer.

Ainda nesse sentido, importante destacar que por se tratar de um fato incerto, é possível que, no decorrer do tempo, a probabilidade do fato não ser divulgado aumente ou diminua, passando (ou não) a ser necessário que o fato seja divulgado. Portanto, nessas situações é importante que os administradores estejam atentos à mudança em qualquer fator relacionado à decisão inicial de não divulgar.

Importante ressaltar que a informação pode ser relevante mesmo quando o ato é lícito, legítimo e tomado no melhor interesse da companhia. A relevância da divulgação não está, portanto, condicionada à ilegalidade ou ilegitimidade do ato. Isso porque, durante a vida de uma empresa, por diversas vezes o administrador deve escolher entre uma ou mais classes interessadas. Assim, é que ao não conferir um aumento aos empregados, o administrador da companhia privilegia, ao menos no curto prazo, o acionista em detrimento do empregado. Assim, também, quando decide fazer um investimento de preservação ambiental maior do que o exigido pela autoridade pública ou pela regulação ambiental. Ou, ainda, quando decide investir em um projeto comum com o acionista controlador.

Todas essas decisões podem ser legais, legítimas e tomadas no melhor interesse da companhia e, ainda assim, alterar a cotação dos valores mobiliários, uma vez que os investidores podem achar que uma outra decisão da administração seria mais benéfica para o preço do valor mobiliário por ele detido. Em outras palavras, essa informação pode ser útil para determinar o grau de alinhamento de interesses entre a administração e os titulares de determinados valores mobiliários (hipóteses comuns de desalinhamento se dão, principalmente, com acionistas não controladores ou com acionistas preferenciais).

Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas.

Podem ser consideradas relevantes determinadas práticas adotadas pela administração na condução dos negócios da companhia, tendo em vista que o conhecimento de determinada prática pode impactar na análise e nas projeções futuras dos negócios da companhia, ou até mesmo na forma de tratar determinados *stakeholders*, pois referidas informações alteraram o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações

e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais).

Por fim, além das características qualitativas e quantitativas mencionadas acima, a administração da companhia deve observar o contexto em que o referido fato está contido, ou seja, mesmo que isoladamente não seja relevante, é possível que determinado conjunto de informações, quando analisadas dentro de um contexto, sejam significativas para o mercado, razão pela qual nessas situações o fato, até então considerado irrelevante, passa a ser relevante – mesmo se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas.

2.7. Influência ponderável e efetiva da divulgação

Outra discussão importante sobre o conceito de fato relevante é com relação à discussão se o fato ou ato em questão possui caráter ponderável no que tange à eventual influência na decisão de investimento, bem como se esse caráter deve produzir alterações efetivas nas cotações dos valores mobiliários do emissor⁴¹.

Essa discussão deriva da diferença entre a definição de fato relevante prevista no artigo 155, §1º, da LSA, e aquela contida no artigo 157, §4º, da LSA, ambos *in verbis*:

Art. 155. [...].

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Art. 157 [...].

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Para ser caracterizada como relevante, a informação deve ser capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários, ou na decisão dos agentes.

⁴¹ Neste sentido, afirma L. Amendolara: “A análise objetiva do conceito [de fato relevante] esbarra na expressão de modo ponderável imprecisão que a Instrução procura sanar no art. 2º ao enumerar 22 situações em que se configurariam modalidades de ato ou fato relevante [...]” (AMENDOLARA, Leslie. Direito dos Acionistas Minoritários. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2002, pp. 158/159)

A relevância do tema é verificada, pois se o ordenamento jurídico não tivesse tal distinção, caberia aos administradores das companhias divulgar todas as informações ao mercado, o que distorceria a finalidade do sistema de *disclosure* que visa, conforme mencionado acima, a garantir a assimetria na divulgação de informações ao mercado, e não a assegurar que o mercado possua o mesmo nível de informação que a administração da companhia.⁴²

Tendo em vista essa diferença na redação dos artigos supracitados, o entendimento da CVM sobre a questão parece observar duas premissas distintas. A primeira premissa analisa a relação entre a informação e sua efetiva influência na oscilação da cotação dos valores mobiliários da companhia. Nela, a autoridade regulatória entende que a existência de uma oscilação na cotação ou no volume da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia pode ser um indicativo da relevância da informação. Dentre as decisões sobre o tema, destacam-se:

(a) no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/1950, julgado em 12.12.2001, o Relator Wladimir Castelo Branco manifestou-se sobre a correlação entre a informação divulgada e o fato de não terem sido constatadas oscilações atípicas.

(b) no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 22/99, julgado em 16.08.2001, o Relator Marcelo Trindade manifestou seu entendimento no sentido de ser um indício a existência de oscilação atípica.

(c) no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, julgado em 14.09.2005, a Relatora Norma Jonssen Parente entendeu pela não caracterização de determinada informação como relevante em decorrência da inexistência de oscilações materiais após a divulgação da mesma.

Tal entendimento parece ser correto, pois o simples fato de haver ou não oscilação não pode por si só caracterizar a influência da informação, visto que é possível que tanto a oscilação decorra de fatos alheios aos negócios da companhia (como, por exemplo, o desempenho do setor em que a companhia está inserida), como de um fato que efetivamente influa na decisão de investimento do agente e não acarrete necessariamente em uma alteração na cotação dos valores mobiliários da companhia (como, por exemplo, quando o investidor, ao ter acesso à determinada informação, entende que a cotação reflete o valor correto, *i.e.*, o investidor decide que a precificação antes da divulgação já estava correta).

⁴² Nesse sentido, afirma P. Davies: “[p]lacing investors ‘on an equal footing’ cannot mean that all those who deal on a market should have the same information.” (DAVIES, Paul L. Gower’s Principles of Modern Company Law. 6th ed. London: Sweet & Maxwell: 1997, p.460)

A segunda premissa analisa a relação entre a informação e seu potencial de influir na decisão de investimento, independentemente do eventual impacto sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia. Referida premissa está em linha com a definição contida no artigo 157, §4º, da LSA, a CVM já se manifestou e decidiu em alguns casos que se o fato tiver o potencial de influir na decisão dos agentes do mercado, deverá ser divulgado pela administração da companhia, independentemente de influir ou não na cotação dos valores mobiliários da companhia. Dentre as decisões sobre o tema, destacamos as seguintes:

(a) no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.01.2007, o Presidente Marcelo Trindade manifestou seu entendimento no sentido de ser necessário fazer uma distinção entre o impacto efetivo e o impacto potencial, sendo esse último, em sua opinião, o único requisito previsto em nosso ordenamento jurídico para fins da caracterização como relevante, uma vez que o impacto efetivo, conforme mencionado acima, pode não ocorrer de fato;

(b) no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/8976, julgado em 15.09.2009, o Relator Eliseu Martins manifestou seu entendimento no sentido de não ser essencial a verificação de oscilação para caracterizar-se uma determinada informação como relevante;

(c) no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/12124, julgado em 22.06.2010, o Relator Otavio Yazbek considerou ser prejudicial atrelar à decisão sobre o potencial de influir na decisão de investimento a exigência de que a divulgação da informação produza efeitos sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia que a divulgou.

Dessa forma, verifica-se uma tendência da CVM no sentido de afastar a necessidade de existir a correlação entre o potencial de influir na decisão e a efetiva produção de efeitos no mercado. Além das decisões mencionadas acima, essa tendência pode ser verificada também nos entendimentos proferidos no âmbito dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ/2008/12216⁴³, RJ2009/9439⁴⁴ e RJ2012/3168⁴⁵.

Portanto, é possível depreender dos posicionamentos acima que o conceito estabelecido no artigo 157, §4º, da LSA, por ser mais amplo e não exigir que a divulgação produza efeitos na cotação dos valores mobiliários, está em linha com o objetivo primordial do sistema de *disclosure*, uma vez que tem como fundamento fornecer aos agentes do mercado informações

⁴³ Relator Otavio Yazbek, julgado em 13.04.2010.

⁴⁴ Relator Alessandro Broedel Lopes, julgado em 06.12.2011.

⁴⁵ Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 13.11.2012.

necessárias e consideradas pela administração da companhia como tendo o potencial de alterar a percepção, pelos investidores, da valoração da companhia e dos seus valores mobiliários.

Tal situação ocorre porque, tendo em vista que a finalidade da norma é a de possibilitar que todos os agentes tomem decisões conscientes (e não proteger o mercado no que tange aos efeitos da referida divulgação, ou seja, o conhecimento de determinado fato não gera necessariamente uma alteração na avaliação do investidor), podem eles entender que sua avaliação antes da divulgação da informação estava correta e, portanto, decidir manter seu investimento e sua análise sobre a cotação dos valores mobiliários que detêm.⁴⁶

2.8. Negócios em andamento

Após a análise da caracterização do fato ou ato como relevante e seu potencial de influir na decisão de investimento, é necessário analisar dentro do escopo do presente trabalho o que é considerado um fato ocorrido nos negócios da companhia, bem como qual tratamento deve ser adotado no que tange aos negócios em andamento.

Ao definir a obrigação de divulgação dos fatos ocorridos nos negócios da companhia, o legislador limita o rol de informações que está inserido nessa obrigação, muito embora outras informações que não estão relacionadas aos negócios também possam o potencial de influir na decisão de investimento, como, por exemplo:

- (a) alterações de dados econômicos, como o preço de determinada *commodity*, nas taxas de juros, ou até mesmo alterações cambiais, decorrentes de decisões políticas; e
- (b) alterações de leis.

Importante ressaltar que o conceito de negócios para fins da obrigação de divulgação deve ser entendido em sentido amplo. Nesse sentido, ensina Fernando de Andrade Mota (2015, pp. 168 e 169) que a definição de negócio não deve ser limitada aos atos previstos no objeto social da companhia, uma vez que negócios que não estejam previstos no objeto, mas sejam praticados pela companhia, têm igual potencial para influir de forma ponderável na decisão do investidor e, portanto, podem ser considerados relevantes. Ainda, ensina o referido autor que o caráter de relevância não está atrelado ao agente que pratica o ato, ou seja, ao utilizar o termo

⁴⁶ Neste sentido, J. M. M. Proença afirma: “A definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo” (PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 144)

“ocorridos” o legislador vislumbrou capturar tanto atos praticados pela própria companhia, quanto aqueles praticados por terceiros.⁴⁷

O dever de divulgação dos fatos ocorridos nos negócios da companhia suscita ainda uma discussão a respeito da divulgação de fato relevante sobre fatos incertos, uma vez que o artigo 157, §4º, da LSA, é expresso no sentido de que a divulgação deve ser feita na hipótese de ocorrer fato relevante nos negócios da companhia, mas é silente quanto a fatos futuros que possam ocorrer.

Em razão dessa incerteza, alguns doutrinadores interpretam que a obrigação de divulgação surge somente quando da conclusão do negócio, ou seja, quando se tornar irreversível.⁴⁸ Destaca-se, entretanto, que o entendimento consolidado da CVM é no sentido oposto de não ser necessário aguardar a consumação do negócio para se divulgar o fato relevante.

Para a CVM, os administradores das companhias devem se ater somente à magnitude do fato e seu potencial em influir na decisão de investimento e na probabilidade de o negócio ser concluído. Nesse sentido, destacamos as seguintes decisões:

(a) no âmbito do Inquérito Administrativo nº 33/00, julgado em 20.12.2002, a CVM considerou que a outorga de mandato para alienação do controle seria fato relevante, independentemente do fato da efetiva contratação da alienação ter ocorrido; e

(b) no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 24/05, julgado em 07.10.2008, a CVM manifestou seu entendimento no sentido de que a existência de proposta não firme de compra e negociações preliminares constituem informação relevante.

⁴⁷ Nesse sentido, W. D. Stuber afirma: “*objetivamente, os eventos acima são meros exemplos, e cada caso concreto deverá ser analisado separadamente, pois, muito embora um determinado ato ou fato possa ser considerado, em princípio, potencialmente relevante, o ato ou fato somente será relevante na medida em que afete ou possa afetar de maneira significativa a cotação, a negociação (compra e venda), a manutenção dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a ela referenciados ou o exercício de direitos inerentes a esses valores mobiliários.*” (STUBER, Walter Douglas. As novas regras para divulgação e uso de informações sobre atos ou fatos relevantes relativos às companhias abertas brasileiras. *In*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo. Nº 16. p. 256)

⁴⁸ Nesse sentido, F. U. Coelho afirma: “*A comunicação deve dar-se imediatamente após a prática do ato, conclusão do negócio ou ocorrência do fato, momento em que nem sempre é fácil precisar. Note-se que, muitas vezes, o fato relevante está ligado à concretização de negócios de vulto, cuja concepção e desenvolvimento demanda meses, até começarem a ganhar forma. A divulgação precipitada de transações ainda em andamento não raro é altamente desinteressante para as partes e pode, mesmo, chegar a comprometê-las. Uma vez concluídas as negociações, no entanto, nasce o dever de informar os seus aspectos relevantes ao mercado. Quando não se cuida de negociações propriamente ditas, mas de decisões governamentais (como no caso Servix:Leões, 1982), de projeção de desempenho, de quebra de safra, de fatos enfim que independem da vontade da companhia, a notícia deverá ser dada aos investidores, por meio da CVM, bolsa de valores ou EMBOs, e da imprensa, assim que se mostrar irreversível.*” (COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 11ª ed. V. 2. São Paulo: Saraiva: 2008, pp. 250-251)

2.9. Fatos não públicos

Outra questão importante com relação à obrigação de divulgação de fato relevante diz respeito à necessidade da divulgação dos fatos que ainda não são públicos.

Apesar de não haver uma disposição expressa sobre o tema, é possível concluir que mesmo que o fato não seja público, não deve ser considerado uma exceção ao dever de divulgação. Em linha com esse entendimento, a CVM se manifestou, através do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005-2933, julgado em 11.01.2006, com entendimento no sentido de que mesmo que a informação não seja pública, não se deve descaracterizar a obrigatoriedade de sua divulgação, caso a administração da companhia julgue que a referida informação se enquadra como sendo uma informação relevante, ou seja, o fato de não ser pública é irrelevante para fins da determinação se a informação deve ser divulgada ao mercado.

O exemplo de mais fácil compreensão sobre a necessidade de divulgação de fato sigiloso se refere à divulgação de fato relevante sobre uma determinada decisão judicial. Nesse sentido, a CVM já se manifestou em algumas oportunidades no sentido de que a companhia deve divulgar ao mercado o teor de decisão judicial que tenha o potencial de influir na decisão de investimento (e.g. determinação da necessidade de alienar algum ativo material da companhia), mesmo se a referida decisão tiver sido publicada.

2.10. Casos práticos

Decisão recente proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/8116 manifestou um novo entendimento no que diz respeito à necessidade de se observar o contexto em que o referido fato está contido.

A CVM analisou, a pedido de um investidor, o eventual descumprimento por parte do Diretor de Relação com Investidores da Metalúrgica Gerdau S.A. por não ter reproduzido na íntegra o fato relevante divulgado por sua controlada Gerdau S.A., sobre a aprovação, por parte do conselho de administração da Gerdau S.A., da aquisição de participações minoritárias em outras companhias do Grupo Gerdau por aproximadamente um bilhão de Reais.

Após analisar os fatos, e considerando a magnitude da operação para os acionistas da Metalúrgica Gerdau S.A., tendo em vista que (a) a Gerdau S.A. é sua principal controlada, e (b) as atividades econômicas exploradas pela Metalúrgica Gerdau se limitam à gestão de participações em outras sociedades, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM

concluiu que o fato relevante divulgado pela Gerdau S.A. deveria ter sido replicado, dado o seu potencial em influir na cotação dos valores mobiliários da Metalúrgica Gerdau S.A.

Na análise do caso, o Relator Gustavo Borba manifestou-se no sentido de que “holdings puras possuem como objeto social, por definição, a participação em outras sociedades, de modo que são sempre afetadas pelas informações relevantes relativas às controladas, caso essa participação societária constitua parcela relevante de seu patrimônio”.

O diretor da CVM, Pablo Renteria, manifestou-se em sentido similar, afirmando que “justamente por ser uma holding pura, é acreditado que seus investidores tenham maior interesse em atos ou fatos que, embora estejam diretamente relacionados à sociedade investida, sejam capazes de influenciar o seu próprio desempenho financeiro”.

Em linha com o entendimento proferido por Pablo Renteria, o Presidente da CVM Leonardo Pereira destacou “concordar com a tese de que, a princípio, a holding controladora deve divulgar fato relevante comunicando informações de suas investidas, na medida em que tais informações tenham potencial de influenciar as decisões de investimento dos acionistas da holding (conforme o art. 2º da Instrução CVM 358)”.

Dessa forma, ao analisar o referido caso, parece claro que o posicionamento que deve ser observado pelos administradores de companhias consideradas como “holdings puras”, caso algum evento ocorrido em sua subsidiária tenha o potencial de influenciar a decisão de investimento de seus acionistas – a referida informação deverá ser divulgada pela controladora.

3. Oscilação Atípica

3.1. Definição

Apesar de não haver uma definição específica no ordenamento jurídico brasileiro, a doutrina entende como oscilação atípica aquela que não é habitualmente verificada, ou para a qual não exista nenhuma justificativa que não o acesso à informação sigilosa não divulgada ao mercado, *i.e.*, todas as oscilações que não podem ser classificadas como oscilações típicas.

Nesse sentido, conforme ensina Fernando de Andrade Mota (2015. p. 220), podem ser consideradas como habituais ou típicas as oscilações dos valores mobiliários da companhia que (a) ocorrem com uma determinada frequência, (b) são esperadas, no âmbito do comportamento habitual dos valores mobiliários da companhia, ou (c) acompanham as oscilações ocorridas no mercado como um todo, mesmo que decorrentes de um fato específico.

3.2. A legislação brasileira

No que tange à relação entre a divulgação do fato relevante e a ocorrência da oscilação atípica, o ordenamento jurídico brasileiro, através da regra prevista na ICVM 358, é claro ao dispor que na hipótese de ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários, o fato relevante deve ser divulgado imediatamente, ainda que coloque em risco um interesse legítimo da companhia.⁴⁹

Com base em referida determinação, é possível depreender que o legislador, ao tratar da diferença entre os deveres de informar e manter sigilo, entendeu que os eventuais prejuízos causados ao mercado em razão da não divulgação de informação mantida em sigilo seriam mais graves que os eventuais prejuízos causados à companhia pela divulgação de informação que colocasse em risco seus interesses, o que representa a clara relevância e prioridade do sistema de *disclosure* para o Mercado de Valores Mobiliários.

Entretanto, conforme será verificado abaixo, o dispositivo contido na ICVM 358 por si só não foi suficiente para eliminar todas as dúvidas a respeito da necessidade de existir uma correlação entre o fato até então mantido em sigilo e a oscilação atípica verificada, dando

⁴⁹ Cf. artigo 6º, § único da ICVM 358.

margem à instauração de processos administrativos por parte da CVM pela não divulgação de fato relevante pela companhia.

3.3. Dever de divulgar e sua correlação com fato relevante

Conforme mencionado acima, a regra prevista na ICVM 358 não parece ser clara com relação à necessidade de comprovar-se que há relação entre a informação mantida em sigilo e a oscilação atípica verificada.

Nesse sentido, e conforme entendimento proferido pela CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM N° SP2006/5928, o Diretor de Relações com Investidores deve valorar os fatos mantidos em sigilo pela companhia e determinar, com base em elementos concretos, se tais fatos puderam, de alguma forma, causar a oscilação atípica ocorrida. Em caso afirmativo, ou se não for possível determinar se tinham ou não relação com a oscilação, as informações, até então mantidas em sigilo, deverão ser divulgadas ao mercado através da publicação de fato relevante.

Dada a subjetividade na análise e na interpretação da eventual correlação entre a informação sigilosa e a oscilação atípica, bem como tendo em vista que a CVM, de certa forma, expandiu o seu entendimento a respeito do referido dever de divulgação, conforme será analisado abaixo, constata-se que o tema ainda não está pacificado no ordenamento jurídico brasileiro.

3.4. Casos Práticos e entendimentos atuais da CVM

De forma a verificar os elementos que devem ser considerados pela administração das companhias, especialmente pelo Diretor de Relações com Investidores, quando da publicação de fato relevante, é importante destacar determinados entendimentos proferidos pela CVM, quais sejam:

(a) entendimento proferido no âmbito do Inquérito Administrativo CVM n° 16/2000 (2000, citado por MOTA, Fernando de Andrade, 2015. p. 218) e do Processo Administrativo Sancionador CVM N° RJ 2008/8976⁵⁰, nos quais a CVM manifestou-se no sentido de que, independentemente do fato que deu causa à oscilação atípica, impõe-se à administração da

⁵⁰ “06. No caso concreto, não há efetivamente a comprovação de que a informação sobre a realização dos estudos tenha vazado antes do comunicado ao mercado ou mesmo que tenha sido ela efetivamente a causa das oscilações no preço e no volume de negociação das ações da Docas.” Relator Eliseu Martins, julgado em 15.09.2009.

companhia o dever de divulgar fato relevante com a finalidade de afastar qualquer dano à credibilidade do mercado;

(b) entendimento proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2006/5928⁵¹, no qual a CVM manifestou-se no sentido de que uma oscilação poder ser considerada como atípica quando não ocorrida em companhias do mesmo setor; e

(c) entendimento proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2008/5752⁵², no qual a CVM manifestou-se no sentido de que o dever de divulgação do fato relevante independe da certeza que a oscilação atípica decorre ou não da informação até então mantida em sigilo.

Com base nos entendimentos mencionados acima, parece clara a posição adotada pela CVM. Para a agência reguladora, uma vez verificada a ocorrência de oscilação atípica, impõe-se à administração da companhia o dever de divulgar o fato relevante mantido em sigilo, independentemente da necessidade de verificar-se a eventual correlação com a informação mantida em sigilo, uma vez que parece difícil que o administrador de determinada companhia tenha a capacidade de afirmar com total certeza que nenhum investidor teve acesso privilegiado à informação mantida em sigilo.

3.5. O direito comparado

A regra prevista no ordenamento jurídico brasileiro está em linha com a prática estabelecida em outros, conforme afirma Fernando de Andrade Mota (2015. p. 218) ao citar as regras previstas nos seguintes ordenamentos: (a) canadense, o qual impõe o dever de divulgação de informação sigilosa na hipótese de haver uma potencial influência da referida informação na cotação dos valores mobiliários da companhia; e (b) australiano, o qual entende que as oscilações nos valores mobiliários de determinada companhia, que não possam ser explicadas por outros motivos, devem ser consideradas um indício que determinados agentes do mercado

⁵¹ “42. Fato é que não há como se considerar como típica uma elevação de 13,3% na cotação das ações de uma companhia, em curto espaço de tempo, sem divulgação de informação relevante sobre a companhia, ou sem que outras companhias do mesmo setor (ou o índice da bolsa de valores) tenham apresentado valorização equivalente.” Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17.04.2007.

⁵² “5. Portanto, caso ocorra uma oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários, é obrigatória a divulgação do fato relevante mantido em sigilo, ainda que não se saiba ao certo se essa oscilação decorre ou não do fato relevante.

[...].

7. Obviamente, essa permissão excepcional só pode vigorar enquanto se tem absoluta certeza de que nenhum investidor teve acesso privilegiado à informação. Caso se tenha qualquer indício do contrário, como a oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários, deve-se exigir a divulgação imediata da informação.” Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 27.01.2009.

tiveram acesso às informações privilegiadas, resultando na perda de credibilidade no que tange à confidencialidade da informação mantida em sigilo.

3.6. Contra-argumento e o posicionamento das companhias abertas

Como se pode depreender dos entendimentos mais recentes proferidos pela CVM, os principais argumentos utilizados pelas companhias para justificar a não divulgação de determinada informação amparam-se no juízo de valor feito por sua administração, que entende que não há correlação entre a informação e a oscilação.

Nesse sentido, verifica-se em muitos casos que a administração alega: (a) o risco e o eventual prejuízo aos seus acionistas pela divulgação do mero interesse de terceiros, ou de tratativas preliminares, sem qualquer perspectiva de que o negócio venha a se concretizar, é muito alto por si só para justificar a divulgação de informação sigilosa; (b) a informação em questão, principalmente se possuir um caráter preliminar, não deve ser considerada um fato relevante, pois depende de uma decisão final ou conclusão, para fins de acarretar em uma oscilação nos valores mobiliários de emissão da companhia; ou (c) a oscilação ocorrida não pode ser classificada como atípica.

4. Considerações Finais

4.1. Observações finais

Importante destacar que, apesar das decisões proferidas pela CVM serem, em sua maioria, no sentido de afastar a necessidade da correlação entre o fato relevante mantido em sigilo e a oscilação atípica verificada, os relatores Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM N° RJ2008-5752, e Alexsandro Broedel Lopes, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM N° 16/09, mencionam em seus respectivos votos a eventual possibilidade de a companhia manter determinado fato relevante em sigilo, desde que os seus administradores tenham conhecimento de todos os fatos que deram causa à oscilação atípica e possam afirmar, com absoluta certeza, que a oscilação não decorreu do acesso às informações mantidas em sigilo.

Embora pareça que o entendimento acima é correto e justo, uma vez que dispensaria a necessidade da divulgação do fato mantido em sigilo que não tenha correlação com a oscilação atípica, dado (a) o atual dinamismo e facilidade na transmissão das informações e (b) a grande quantidade de negócios em que as companhias estão envolvidas no seu dia-a-dia, na prática parece ser pouco provável que o administrador de determinada companhia tenha a capacidade de afirmar, com total certeza, que nenhum investidor teve acesso privilegiado à informação mantida em sigilo. Além disso, parece pouco provável que a entidade reguladora confie plenamente no administrador, ao ponto poder ser convencida de que não houve qualquer acesso privilegiado à informação.

4.2. Conclusão

Conforme mencionado no Capítulo 1 do presente trabalho, dada a relevância das informações no Mercado de Valores Mobiliários e o impacto que possuem na tomada de decisões, o ordenamento jurídico brasileiro, em linha com o sistema adotado por outros países, visa a assegurar a todos os agentes acesso simultâneo e eficiente às informações, de modo que os investidores tenham elementos suficientes para avaliar determinado ativo e os eventuais riscos inerentes a ele.

A necessidade de assegurar a assimetria informacional motivou o legislador a estabelecer regras para a divulgação de informação, inclusive no que tange à divulgação de

fatos e atos ocorridos no curso dos negócios da companhia e que tenham o potencial de influir na decisão dos agentes do mercado, conforme abordado no Capítulo 2 do presente trabalho.

Por outro lado, considerando que a divulgação de fato ou ato relevante ao mercado tem o potencial de colocar em risco interesse legítimo da companhia, uma vez que, após a sua divulgação, é difícil impedir que agentes que tiveram acesso à informação utilizem-se dela em benefício próprio, inclusive em detrimento da companhia que a divulgou, o ordenamento jurídico brasileiro prevê que em caso excepcionais a não divulgação é permitida. Entretanto, essa permissão deixa de existir caso verifique-se oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários, hipótese na qual o fato relevante deve ser divulgado imediatamente, ainda que coloque em risco um interesse legítimo da companhia.

Com relação à necessidade da correlação entre a oscilação atípica verificada e o fato até então mantido em sigilo, parece claro que o entendimento da CVM sobre o assunto é de que, uma vez verificada a ocorrência da oscilação atípica, impõe-se à administração da companhia o dever de divulgar o fato relevante mantido em sigilo, independentemente (a) da causa da oscilação atípica, (b) de comprovação da correlação entre a oscilação atípica e a informação mantida em sigilo, e (c) da existência de outras causas para a oscilação.

Por mais que o referido posicionamento pareça arbitrário, ao desconsiderar a necessidade de comprovação da correlação entre a informação sigilosa e a oscilação atípica ocorrida, conforme mencionado acima, a autoridade regulatória elimina das suas decisões o elemento subjetivo (*i.e.*, analisar caso a caso se a informação mantida em sigilo não teve qualquer relação com a oscilação) e com isso estabelece um entendimento uniforme que dá segurança jurídica aos agentes e ao mercado como um todo.

Portanto, torna-se fácil concluir que se a administração da companhia, mais especificamente o Diretor de Relações com Investidores, não tiver elementos concretos para afirmar que a oscilação atípica não foi causada por outros fatos que não o conhecimento por determinados agentes da informação não divulgada, o fato relevante deverá ser divulgado.

5. Referências

1. Adamek, Marcelo Vieira v. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.
2. Adamek, Marcelo Vieira v. [coord.] *et alli. Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.
3. Amendolara, Leslie. *Direito dos Acionistas Minoritários*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2002.
4. Aragão, Leandro Santos de. Dever de Informar e Operações de Reorganização Societária – procedimento preparatório e as informações assimétricas. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de e Aragão, Leandro Santos de. *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
5. Aragão, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. In: *Revista de Direito Bancário*. São Paulo, nº 34. ANO??
6. Ascarelli, Túlio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.
7. Boechem, Felipe Tavares e RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatos relevantes. *Revista de Direito Empresarial*, v. 5. São Paulo: Revista dos Tribunais, set./out. 2014
8. Branco, Sofia Nascimento. *O Direito dos Accionistas à Informação*. Coimbra: Almedina, 2008.
9. Câmara, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009.
10. Cantidiano, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.
11. Carvalhosa, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.
12. Carvalhosa, Modesto; Eizirik, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010.
13. Carvalhosa, Modesto; Eizirik, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.
14. Clark, Robert C. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company: 1986.
15. Coelho, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 11ª ed. V. 2. São Paulo: Saraiva, 2008.

16. Davies, Paul L. *Gower's Principles of Modern Company Law*. 6th ed. London: Sweet & Maxwell: 1997.
17. Eizirik, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: RENOVAR, 2005.
18. Eizirik, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
19. Faria, Valter. *Comunicação e Relações com Investidores*. In: Barreto, Diego. *Direito, gestão e prática: Finanças aplicadas ao direito*. São Paulo: Saraiva, 2011.
20. Ferreira, Aloizio. *Direito à Informação, Direito à Comunicação*. São Paulo: Celso Bastos/BDC, 1997.
21. Kaul, Inge et al. *Bens públicos globais: cooperação internacional no século XXI*. Tradução por Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2012.
22. Keynes, John Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in persuasion by John Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011.
23. Lamy Filho, Alfredo. *Temas de S.A.* Ed. Renovar: 2007, Rio de Janeiro.
24. Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
25. Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2010.
26. Lazzareschi Neto, Alfredo Sérgio. *Lei de sociedades por ações anotada*, 4^a Ed. São Paulo: Saraiva, 2012.
27. Martins, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 4^a Ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2010.
28. Mota, Fernando de Andrade. *O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.
29. Noronha Najjarian, Ilene Patricia de. *Comentários às Informações Prestadas por Companhias Abertas Falidas e em Recuperação Judicial enquanto Emissoras de Valores Mobiliários – Instruções CVM nºs 476 e 480 – Aspectos do Regime de Informação no Mercado de Capitais*. In: De Lucca, Newton; Domingues, Alessandra de Azevedo e Leonardi Antonio, Nilva M. (Coord.). *Direito Recuperacional II – Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
30. Paes de Almeida, Amador. *Manual das Sociedades Comerciais: Direito de Empresa*, 14^a Ed., Saraiva. ANO??
31. Pitta, André Grünspun. *As funções da informação no mercado de valores mobiliários: Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto*

- às companhias abertas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
32. Proença, José Marcelo Martins. Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
 33. Rachman, Nora M. O Princípio do Full Disclosure no Mercado de Capitais. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.
 34. Requião, Rubens. Curso de Direito Comercial. 24ªed, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2005.
 35. Rizzo, Valdo Cestari de; Almeida, Marco La Rosa de. Do direito do Acionista à Informação em Companhias Abertas e Fechadas. In: Adamek, Marcelo Vieira Von (Coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011.
 36. Salomão Filho, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 3ª Ed.. São Paulo: Malheiros: 2006.
 37. Sampaio Campos, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 2009.
 38. Sampaio Campos, Luiz Antonio de. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2016.
 39. Santos, Felipe Matias. Divulgação de Informação Privilegiada. Coimbra: Almedina, 2011.
 40. Silva, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de AS: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
 41. Stuber, Walter Douglas. As novas regras para divulgação e uso de informações sobre atos ou fatos relevantes relativos às companhias abertas brasileiras. In. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo. Nº 16.
 42. Tavares Guerreiro, José Alexandre; Teixeira, Egberto Lacerda. *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979.
 43. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Malheiros, 2008.
 44. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. São Paulo:

Malheiros, 2008.

45. Pareceres da Comissão de Valores Mobiliários. Disponíveis em <http://www.cvm.gov.br>. Visitado em 17.06.17.
46. Regras da SEC. Disponíveis em <https://www.sec.gov/>. Visitado em 17.06.17.