

# Insper

**INSPER – INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA**  
**LL.M. EM DIREITO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS**

**GUILHERME DEBEUZ DE BRITO VIANNA**

**PERÍODO DE SILÊNCIO: O ARTIGO 48 DA INSTRUÇÃO CVM N. 400/2003 E O PRINCÍPIO DO**  
***FULL DISCLOSURE***

**SÃO PAULO**  
**2019**

**GUILHERME DEBEUZ DE BRITO VIANNA**

**PERÍODO DE SILÊNCIO: O ARTIGO 48 DA INSTRUÇÃO CVM N. 400/2003 E O PRINCÍPIO DO  
*FULL DISCLOSURE***

Artigo apresentado ao programa de LL.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Orientadora: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

**SÃO PAULO  
2019**

Vianna, Guilherme Debeuz de Brito Vianna.

Período de silêncio: o artigo 48 da Instrução CVM n. 400/2003 e o princípio do *full disclosure*./

Guilherme Debeuz de Brito Vianna – São Paulo, 2019.  
44 fls.

Artigo apresentado ao Programa de L.L.M. – Insper, 2019.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mercado de Capitais; 2. Período de silêncio; 3. Princípio do *full disclosure*; 4. Ofertas públicas de valores mobiliários; 5. Divulgação de informações; 6. Regulação do mercado de capitais; 7. Processo administrativo sancionador.  
I. Autor. II. Título

**GUILHERME DEBEUZ DE BRITO VIANNA**

**PERÍODO DE SILÊNCIO: O ARTIGO 48 DA INSTRUÇÃO CVM N. 400/2003 E O  
PRINCÍPIO DO *FULL DISCLOSURE***

Artigo apresentado ao programa de LL.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Orientadora: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Data de Aprovação: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_

**Banca Examinadora**

---

---

---

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer à minha orientadora, professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque, pelas orientações na elaboração do presente trabalho, bem como pela sua disponibilidade.

Faço agradecimentos especiais à minha esposa, Ana Lúcia, minha companheira inseparável de todos os dias, por todo o apoio, compreensão e paciência ao longo de todo o curso.

Agradeço também aos meus pais e ao meu irmão, que sempre me incentivaram e me apoiaram durante minha carreira profissional e na minha vida acadêmica.

Por fim, agradeço também à minha querida amiga Viviane pelo apoio e lealdade de sempre.

## RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar a relevância e a eficácia do período de silêncio nos tempos atuais como um mecanismo de proteção dos investidores contra a assimetria de informações durante ofertas públicas de valores mobiliários e analisar a relação entre o período de silêncio e o princípio do *full disclosure*, os quais, à primeira vista, parecem antagônicos. O artigo pretende abordar brevemente o conceito, os tipos e os procedimentos das ofertas públicas de valores mobiliários, assim como a regulação do mercado de capitais no Brasil, incluindo comentários a respeito da Comissão de Valores Mobiliários e suas respectivas funções fiscalizadora e disciplinar. Em seguida, o artigo abordará o tema da divulgação de informações pelas companhias ofertantes, o qual tem como base o princípio do *full disclosure*. A partir disso, o período de silêncio será explorado com mais profundidade por meio da análise conceitual, normativa e jurisprudencial, culminando em uma análise crítica acerca de sua efetividade. Ao final, será apresentada a conclusão e o posicionamento sobre a efetividade do período de silêncio nos dias de hoje.

**Palavras-chave:** 1. Mercado de Capitais; 2. Período de silêncio; 3. Princípio do *full disclosure*; 4. Ofertas públicas de valores mobiliários; 5. Divulgação de informações; 6. Regulação do mercado de capitais; 7. Processo administrativo sancionador.

## ABSTRACT

This paper aims to analyze the relevance and effectiveness of the quiet period in the present times as a mechanism to protect investors against the asymmetry of information during public offerings of securities and to analyze the relation between the quiet period and the principle of full disclosure, which, at first glance, seem antagonistic. The paper intends to briefly address the concept, types, and procedures of public offerings of securities, as well as the regulation of the capital market in Brazil, including comments regarding the Brazilian Securities and Exchange Commission (“Comissão de Valores Mobiliários”) and its respective supervisory and disciplinary functions. Next, the article will discuss the issue of information disclosure by the offeror companies, which is based on the principle of full disclosure. From this, the quiet period will be explored in more depth through conceptual, normative, and jurisprudential analysis, culminating in a critical analysis of its effectiveness. Finally, it will be presented the conclusion and the positioning on the effectiveness of the quiet period in the present times.

**Keywords:** 1. Capital Market; 2. Quiet Period; 3. Principle of Full Disclosure; 4. Public Offerings of Securities; 5. Disclosure of Information; 6. Regulation of the Capital Market; 7. Administrative Sanctioning Process.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
2	OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	10
3	REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	14
3.1	A Comissão de Valores Mobiliários .....	15
3.1.1	Funções fiscalizadora e disciplinar .....	16
3.1.2	Processo administrativo sancionador .....	16
4	A IMPORTÂNCIA DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E O PRINCÍPIO DO “FULL DISCLOSURE” .....	19
4.1	O princípio do “full disclosure” .....	19
4.1.1	Fato relevante.....	23
4.1.2	Medidas protetivas ao investidor relacionadas à divulgação de informações .....	25
5	PERÍODO DE SILÊNCIO .....	28
5.1	Origem e conceito.....	28
5.2	Início e término da vigência do período de silêncio .....	30
5.3	Limites do período de silêncio .....	31
5.4	Processos sancionadores julgados pela CVM a partir de 2010 envolvendo período de silêncio.....	32
5.5	Críticas ao período de silêncio .....	36
6	CONCLUSÃO .....	39
	REFERÊNCIAS .....	41
	LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA .....	42

## 1 INTRODUÇÃO

Em um mercado de capitais ainda em evolução, a divulgação de informações ao investidor (*disclosure*) é cada vez mais essencial, já que ela é uma ferramenta importante de proteção ao mercado, na medida em que afeta a percepção de risco e, por consequência, o comportamento dos investidores.<sup>1</sup>

Além disso, promove um mercado e um sistema financeiro mais eficientes, em que as cotações dos valores mobiliários refletem o mais fielmente possível as informações disponíveis e em que os investidores aplicam seus recursos em valores mobiliários de companhias que fornecem maior retorno, que apresentam um projeto mais eficiente ou que contem com uma melhor governança.<sup>2</sup>

Ademais, a divulgação de informações não só é importante aos investidores como também à manutenção da credibilidade do mercado de capitais<sup>3</sup> e a toda a sociedade.

No entanto, em que pese a ampla divulgação de informações, ou *full disclosure*, ser um dos princípios mais importantes do direito do mercado de capitais<sup>4</sup> e um dos pilares da governança das companhias,<sup>5</sup> há situações em que devem ser impostos limites a tal princípio.

Uma das ferramentas que impõem tais limites é o chamado “período de silêncio”, ou *quiet period*, relacionado a ofertas públicas de valores mobiliários e com previsão no artigo 48 da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003.

Assim, o principal objetivo deste trabalho é avaliar se as restrições impostas pelo mecanismo do período de silêncio atualmente atingem seu objetivo principal, qual

---

<sup>1</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading*: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 134.

<sup>2</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 49.

<sup>3</sup> “Operações realizadas com a utilização de informações privilegiadas são vistas pelos investidores como ofensa ao princípio de que lhes deve ser oferecida a mais ampla igualdade de oportunidades possível. Investidores que se sentem tratados de maneira desleal em um mercado afastam-se dele e desviam seus capitais de investimento para outros mercados.” KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais**: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 26.

<sup>4</sup> CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 10, n. 38, p. 99-121, out./dez. 2007, p. 100.

<sup>5</sup> “Um dos pilares nos quais se sustenta a governança corporativa é a informação ampla (*full disclosure*). Uma boa política de divulgação de informações gerará um clima de confiança em torno da companhia que levará, possivelmente, ao aumento do seu valor.” MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005, p. 96.

seja, proteger o investidor, ou se, ao contrário, contribuem ainda mais para gerar assimetria informacional, a qual, ao contrário do senso comum, já ocorre naturalmente entre os diversos atores do mercado.

Para tanto, este artigo foi estruturado em quatro partes, sendo a primeira delas um sucinto panorama acerca do conceito, dos tipos e dos procedimentos das ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil.

A segunda parte analisará também de forma breve como a regulação do mercado de capitais nacional é realizada e qual é a importância da Comissão de Valores Mobiliários nesse contexto, além de discorrer sobre as funções fiscalizadoras e disciplinares da referida autarquia.

Em seguida, será analisada a questão da divulgação de informações pelas companhias ofertantes e, especificamente, de que forma o princípio do “*full disclosure*” norteia as regras relacionadas a esse tema e quais são as medidas a serem tomadas pela CVM a fim de proteger os interesses dos investidores.

Na quarta parte, será discorrido sobre o período de silêncio por meio da análise de sua origem, conceituação e de análises normativa e jurisprudencial.

Ao final, será realizada uma análise crítica a respeito da função e pertinência do período de silêncio nos dias de hoje.

## 2 OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS

A oferta pública de valores mobiliários é o procedimento pelo qual uma companhia ou titulares de valores mobiliários emitidos por determinada companhia inserem no mercado de capitais valores mobiliários destinados a subscrição ou aquisição por investidores em geral, sendo que o valor pago por eles é direcionado ao ofertante.<sup>6</sup>

De acordo com E. Oioli, as ofertas públicas possuem natureza de contrato, haja vista que o artigo 429 do Código Civil dispõe que a oferta ao público é equivalente à proposta quando possuir os requisitos essenciais ao contrato.<sup>7</sup>

Existem três tipos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: as ofertas primárias, as ofertas secundárias e as ofertas mistas.

Segundo N. Eizirik et al., nas ofertas primárias, há a emissão de novos valores mobiliários direcionada aos investidores em geral com o objetivo de captar recursos para a própria companhia emissora no intuito de que esta financie seus projetos de desenvolvimento ou satisfaça suas necessidades de caixa.<sup>8</sup>

Já as ofertas secundárias ocorrem quando os titulares de valores mobiliários de emissão de determinada companhia, mediante apelo ao público, vendem os mencionados valores mobiliários. Nessa situação, ao contrário do que ocorre nas ofertas primárias, os recursos captados são direcionados aos próprios titulares dos valores mobiliários ofertados.<sup>9</sup>

No que tange às ofertas mistas, estas ocorrem quando uma parte dos valores mobiliários ofertados se origina de uma nova emissão e outra parte corresponde a valores mobiliários já emitidos.<sup>10</sup>

Para que uma oferta pública seja realizada, é necessário, primeiramente, a obtenção do registro inicial de companhia aberta perante a Comissão de Valores

---

<sup>6</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 139.

<sup>7</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas**. São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 149.

<sup>8</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 139.

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 140.

<sup>10</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 140.

Mobiliários (CVM), nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009 (“ICVM 480/2009”).<sup>11</sup>

Além do registro de companhia aberta, é necessário também o registro da oferta de valores mobiliários propriamente dita perante a CVM, o qual deverá conter informações sobre os valores mobiliários a serem distribuídos e sobre a oferta em si, nos termos do artigo 19 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.<sup>12</sup>

No entanto, nem todas as situações ensejam a obrigatoriedade de registro de uma oferta de valores mobiliários. Como será discutido mais adiante, a exigência de registro de ofertas públicas de valores mobiliários se deve à necessidade de proteção dos investidores em geral, de forma a garantir que o público investidor tenha acesso às informações necessárias à tomada de decisões de investimento de forma consciente.<sup>13</sup>

Dessa maneira, em algumas situações, não se justifica a exigência de obtenção de registro de oferta de valores mobiliários, dado que não há interesse público envolvido.<sup>14</sup>

Em que pese o artigo 3º da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400/2003”) não definir o conceito de “oferta pública”, limitando-se a exemplificar alguns elementos objetivos que a caracterizam, é possível, a partir desses elementos, chegar-se à conclusão sobre quando uma oferta de valores mobiliários é ou não considerada pública.

Assim, considerando que os elementos objetivos listados no mencionado artigo 3º da ICVM 400/2003 se referem a meios ou instrumentos utilizados pela companhia emissora para fazer com que a sua oferta de valores mobiliários atinja o público investidor em geral, é possível concluir que, para uma oferta não ser considerada pública e, portanto, prescindir de prévio registro perante a CVM, tal oferta deve ser

---

<sup>11</sup> “Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM. § 1º O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. § 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso. § 3º A presente Instrução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.”

<sup>12</sup> “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.”

<sup>13</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 143.

<sup>14</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 143.

direcionada diretamente aos ofertados pela própria companhia ofertante ou por seus representantes.<sup>15</sup>

Contudo, para N. Eizirik et al., a caracterização de uma oferta de valores mobiliários como pública deve levar em consideração outros fatores além daqueles mencionados no artigo 3º da ICVM 400/2003, sob pena de a interpretação do referido dispositivo normativo gerar situações paradoxais:

Todavia, a caracterização de determinada oferta como pública deve levar em conta outros fatores, e não apenas a presença dos meios objetivos mencionados na Lei n. 6.385/1976 e na Instrução CVM n. 400/2003. Com efeito, a interpretação literal de tais dispositivos poderia levar a situações absurdas, como seria o caso de se considerar como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizada entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira.<sup>16</sup>

Diante disso, para se determinar a natureza pública ou privada de uma oferta de valores mobiliários, há de se considerar também dois elementos subjetivos relacionados aos destinatários da oferta.

O primeiro elemento é a qualificação dos ofertados ou, em outras palavras, o grau de conhecimento e experiência em questões financeiras e empresariais de modo que estes tenham condições de avaliar os riscos envolvidos no investimento.

Já o segundo elemento diz respeito à disponibilidade de informações sobre a companhia emissora e da oferta de valores mobiliários em si. Dessa maneira, caso os investidores-alvo tenham acesso a todas as informações que seriam apresentadas à CVM por ocasião do registro, não haveria motivo para obrigar a companhia ofertante a efetuar o referido registro.<sup>17</sup>

Assim, nas palavras de N. Eizirik et al.:

para a caracterização da distribuição como pública ou privada, embora sejam relevantes os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial e decisivo refere-se à situação dos ofertados. Daí decorre que, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários não deve ser considerada pública se os ofertados, além de pessoas certas ou determinadas, forem investidores sofisticados e, em função de suas relações com a companhia emissora ou do

---

<sup>15</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 149.

<sup>16</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 151.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 153.

fato de deterem “poder de barganha” perante esta, tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro.<sup>18</sup>

Por fim, é importante mencionar que a CVM buscou regularizar uma terceira modalidade de oferta de valores mobiliários por meio da Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009 (“ICVM 476/2009”), a qual prevê a possibilidade de realização de uma oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos.

Tal modalidade não está sujeita às regras da ICVM 400/2003 e prevê a dispensa automática do registro da oferta perante a CVM. Ademais, segundo o artigo 3º da ICVM 476/2009, a oferta pública com esforços restritos pode ser direcionada a, no máximo, 75 investidores profissionais, sendo que os títulos emitidos poderão ser adquiridos por, no máximo, 50 investidores profissionais.

No entendimento do autor desse artigo, a CVM, ao denominar a oferta prevista pela ICVM 476/2009 como pública, cometeu um equívoco conceitual, na medida em que uma oferta de valores mobiliários dirigida a um número limitado de investidores profissionais e sem a utilização de ferramentas de divulgação que indiquem a intenção de atingir os investidores em geral possui todos os elementos de uma oferta privada.

Esse é o mesmo entendimento de N. Eizirik et al.:

Com efeito, a venda de valores mobiliários realizada diretamente a um número reduzido de investidores qualificados, sem a utilização de formas de comunicação que indiquem a intenção de atingir o público em geral (publicações de anúncios, distribuição indiscriminada de prospectos ou folhetos, realização de reuniões abertas a qualquer interessado, etc.) constitui inequivocamente uma oferta privada.<sup>19</sup>

Portanto, para se determinar se uma oferta é pública ou privada é necessário analisar a situação fática envolvida caso a caso, com o objetivo de verificar se os elementos presentes indicam a intenção do ofertante de atingir um número indeterminado de investidores.

---

<sup>18</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 156.

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 159.

### 3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É fato que as empresas em geral estão sempre à procura de maneiras de financiar seus projetos e suas atividades, sendo que os financiamentos podem ter origem tanto em empréstimos bancários (mercado financeiro) quanto em emissões de valores mobiliários (mercado de capitais).<sup>20</sup>

Ademais, também é certo que as grandes companhias, tanto nacionais quanto estrangeiras, buscam cada vez mais satisfazer suas necessidades de financiamento por meio do mercado de capitais, em detrimento do mercado financeiro. De acordo com S. Kümpel, até mesmo as instituições financeiras procuram refinar seus negócios de crédito por meio da emissão de seus próprios valores mobiliários.<sup>21</sup>

Assim, em um cenário econômico mundial cada vez mais globalizado, no qual os mercados são interdependentes e a poupança está concentrada nas mãos dos investidores privados, é necessário que o Brasil conte com um mercado de capitais eficiente e confiável a fim de atrair investimentos de longo prazo de investidores nacionais e estrangeiros.<sup>22</sup>

Como principais objetivos da regulação do mercado de capitais, pode-se citar primeiramente a eficiência na fixação do preço dos valores mobiliários em circulação, ou seja, a rapidez com que o preço varia conforme a disponibilização de novas informações sobre a companhia emissora ao mercado.

Ademais, a regulação busca a eficiência na transferência de titularidade dos valores mobiliários entre os participantes do mercado de capitais, de modo a promover a concorrência entre os intermediários financeiros e, por consequência, reduzir os custos aos investidores.

Como terceiro objetivo, cabe mencionar a manutenção da equidade entre o investidor e o seu intermediário financeiro, de modo que os custos com a transação devem ser proporcionais ao valor da ordem de compra ou venda dos títulos mobiliários.

---

<sup>20</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 19.

<sup>21</sup> KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 11.

<sup>22</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 20-21.

Por fim, o último objetivo é a manutenção da confiança dos investidores em geral no mercado de capitais, a qual se baseia principalmente na confiabilidade das informações divulgadas pela companhia, ponto este que será discutido com maior profundidade nas seções seguintes.<sup>23</sup>

Para a concretização de tal cenário, é muito importante a atuação da CVM na regulação do mercado de capitais nacional, conforme será exposto no capítulo a seguir.

### 3.1 A Comissão de Valores Mobiliários

A CVM foi criada por meio da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com o objetivo de exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários na qualidade de entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda.

Com a aprovação da Lei n. 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, a CVM foi elevada à categoria de entidade autárquica em regime especial, passando a usufruir do *status* de agência reguladora.

A CVM atua como um órgão colegiado, pronunciando-se através dos votos do seu Presidente e de seus Diretores, os quais são nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, desde que evidenciada ilibada reputação e competência em matéria de Mercado de Capitais.<sup>24</sup>

Internamente, a CVM é composta por diversas superintendências, como é o caso da Superintendência Geral (SGE), da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), da Superintendência de Relações Internacionais (SRI), entre outras.

---

<sup>23</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 32-33.

<sup>24</sup> KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 15.

### 3.1.1 Funções fiscalizadora e disciplinar

Conforme o artigo 1º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, cabe à CVM fiscalizar e disciplinar a emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Além disso, cabe à CVM organizar e zelar pelo funcionamento das operações das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros.

Além do dispositivo acima, a competência fiscalizatória da CVM também é tratada pelos incisos III e V do artigo 8º (fiscalização de companhias abertas) e pelos parágrafos 1º e 6º do artigo 9º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.<sup>25</sup>

Em resumo, a CVM, ao deter a função de fiscalizar o mercado de valores mobiliários, coibindo e punindo condutas danosas, age com poder de polícia limitando a liberdade individual em favor do interesse público.<sup>26</sup>

Por outro lado, a ferramenta para garantir o direito à ampla defesa e ao contraditório àqueles submetidos ao poder de polícia da CVM é o processo administrativo sancionador.

### 3.1.2 Processo administrativo sancionador

O processo administrativo sancionador é uma modalidade de processo administrativo pelo qual a CVM apura e aplica penalidades a pessoas sujeitas à sua

---

<sup>25</sup> “Art. 8º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; [...] V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. [...] Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular. [...] § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.”

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 276.

regulação em função da prática de atos ilícitos<sup>27</sup> e tem como fundamento o disposto no artigo 9º, inciso V, da Lei n. 6.385/1976, segundo o qual a CVM poderá “apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”, e, nos termos do artigo 11 do mesmo diploma legal, aplicar penalidades aos infratores, de forma isolada ou cumulativamente, tais como advertências, multas, inabilitação temporária, dentre outras.<sup>28</sup>

No que diz respeito ao mercado de capitais, a expressão “processo administrativo sancionador”, no sentido amplo, engloba tanto a fase investigativa, denominada “inquérito administrativo”, quanto a fase de contraditório, denominada “processo administrativo *stricto sensu*”, a qual é instaurada a partir do momento da intimação do acusado para apresentar defesa.<sup>29</sup>

No entanto, cabe esclarecer que, havendo suficientes indícios de autoria e materialidade, não é obrigatória a instauração de inquérito administrativo, sendo que, nesse caso, poderá ser apresentado pelo superintendente da área responsável o termo de acusação, nos termos do artigo 4º da Resolução BACEN n. 2.785, de 18 de outubro de 2000.<sup>30</sup>

O processo administrativo sancionador poderá tramitar pelo rito ordinário, se a infração for considerada de natureza grave, ou pelo rito sumário se a infração for objetiva e, portanto, prescindir de produção de provas.<sup>31</sup>

<sup>27</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 91.

<sup>28</sup> “Art. 11 - A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III - (revogado); IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

<sup>29</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 188.

<sup>30</sup> “Art. 4º - Será dispensada a constituição de Comissão de Inquérito quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o oferecimento de termo de acusação por um Superintendente, que deverá, de forma sumária, submetê-lo à aprovação do Colegiado.”

<sup>31</sup> AMENDOLARA, Leslie. **O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de**

O julgamento dos processos administrativos sancionadores é realizado pelo Colegiado da CVM, sendo que da decisão do Colegiado cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Tal recurso poderá ser “*ex officio*” se houver absolvição ou voluntário se apresentado pela parte condenada.<sup>32</sup>

---

**capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008, p. 25-26.

<sup>32</sup> AMENDOLARA, Leslie. **O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008, p. 27.

## 4 A IMPORTÂNCIA DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E O PRINCÍPIO DO “*FULL DISCLOSURE*”

Primeiramente, é importante dizer que o cuidado de informar corretamente e o de pesquisar as informações disponíveis e conferi-las na sequência não é importante somente ao mercado de capitais, mas sim a toda atividade econômica, inclusive aos investidores.<sup>33</sup>

No mercado de capitais, a regulação da divulgação de informações tem origem na busca pela proteção do investidor, de modo que este possa tomar suas decisões de investimento da forma mais consciente possível.

No entendimento de J. Proença, de forma análoga, o investidor é tratado pela regulação do mercado de capitais da mesma forma que o consumidor é tratado pela legislação de proteção ao consumidor, ou seja, como a parte mais fraca da relação contratual:

Com efeito, ao aplicar as suas economias no mercado de capitais, o investidor encontra-se potencialmente exposto aos mesmos impasses com os quais se depara o consumidor perante o fornecedor de bens e serviços, geralmente uma organização e, por corolário, a parte mais forte.<sup>34</sup>

Desse modo, o princípio que norteia a ampla divulgação de informações aos investidores é conhecido como princípio do “*full disclosure*”, conforme será exposto na seção a seguir.

### 4.1 O princípio do “*full disclosure*”

O princípio do “*full disclosure*”, como o próprio nome indica, remete à divulgação total de informações a respeito de uma determinada empresa.

Segundo N. Eizirik et al., o conceito de “*disclosure*” foi adotado pela primeira vez pelos norte-americanos, em 1934, juntamente com a criação da “Securities and Exchange Commission” (SEC) e a edição do “Securities Act”.

---

<sup>33</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading*: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 133.

<sup>34</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading*: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 135.

A partir daí, a regra do “*disclosure*” passou a se impor cada vez mais como uma regra fundamental para a segurança e o bom funcionamento do mercado de capitais.<sup>35</sup>

De forma mais específica, a divulgação de informações de uma determinada companhia ao mercado está diretamente relacionada à eficiência do mercado de capitais, na medida em que quanto mais completas e exatas forem as informações divulgadas ao mercado, maior credibilidade tal empresa terá perante os investidores.

Isso porque quanto mais os investidores puderem ter conhecimento dos riscos relacionados à empresa divulgadora das informações, mais incentivos eles terão para realizar investimentos, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.<sup>36</sup>

Além disso, a ampla divulgação de informações também é importante para os empregados, comunidade e governo, na medida em que afeta a economia como um todo, conforme ensina R. Frederick:

Com boa informação, a percepção de risco nos mercados é reduzida, assim como o custo de capital. Até mudanças muito pequenas nas taxas de juros e o custo de capital podem ter um grande impacto na economia como um todo. Isso também encoraja uma melhor administração das empresas. Regimes de divulgação não aparentam ser criados para esse propósito, mas mercados melhores e melhor divulgação aparentam fazer bem às companhias. O entendimento comum é o de que “você administra o que você mede”. O corolário disso é, claro, “longe da vista, longe da mente”. Companhias mais bem administradas, em troca, contribuem para uma melhor eficiência econômica e uma maior capacidade de gerar riqueza. Isso é importante pois não é somente o investidor que se beneficia. Toda a sociedade tem algo a ganhar. Em suma, boa informação permite tomadas de decisões de maneira mais informada e com maior rigor econômico.<sup>37</sup> [Tradução livre]

<sup>35</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 484.

<sup>36</sup> MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005.

<sup>37</sup> “*With good information, the perception of risk in the markets is reduced, as is the cost of capital. Even very small changes in interest rates and the cost of capital can have a large impact on the economy as a whole. It also encourages better management of enterprises. Disclosure regimes do not appear to be designed for this purpose but better markets and better disclosure seem to make for better companies. The common wisdom is that “you manage what you measure”. The corollary is, of course, “out of sight, out of mind”. Better-run companies, in turn, contribute to greater economic efficiency and a greater capacity to generate wealth. This is important since it is not only the investor that benefits. The whole society has something to gain. In short, good information allows for more informed, more rigorous economic decision making.*” FREDERICK, Richard, **Disclosure: A Corporate Governance Tool that Really Works?** In: MEETING OF THE RUSSIAN CORPORATE GOVERNANCE ROUNDTABLE “THE ROLE OF DISCLOSURE IN STRENGTHENING CORPORATE GOVERNANCE AND ACCOUNTABILITY”. 3. Moscow, 15-16 nov. 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1920852.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

Além disso, quanto maior a credibilidade da companhia perante a sociedade e o governo, menor o risco de boatos afetarem negativamente a performance da referida companhia, podendo, inclusive, evitar a redução de seu valor de mercado e, até mesmo, situações de falência.<sup>38</sup>

Por outro lado, a divulgação de informações incompletas, imprecisas, obsoletas, confusas ou distorcidas pode ter o efeito oposto à finalidade do princípio do “*full disclosure*”, ou seja, criar uma crise de confiança sobre a empresa divulgadora das informações.

Esse tipo de crise de confiança é bem representado pelos escândalos dos casos Enron, Tyco, WorldCom, ImClone Systems e Parmalat.<sup>39</sup>

Logo, para que essa espécie de situação não aconteça, A. Martinez ensina que as informações divulgadas pelas empresas em geral devem ser: (i) amplas e fidedignas, ou seja, devem abranger tanto os pontos positivos quanto negativos sobre a companhia, tanto em relação às informações financeiras quanto no que tange às informações não financeiras; (ii) de fácil acesso pelo mercado em geral, tanto em relação aos instrumentos empregados para divulgá-las quanto em relação à linguagem utilizada, a qual deve ser clara e objetiva; e (iii) tempestivas, ou seja, devem ser divulgadas ao mercado o mais rápido possível a fim de que os investidores possam tomar decisões a respeito da alocação de seus recursos de forma eficaz e segura, minimizando eventuais prejuízos.<sup>40</sup>

Entretanto, o princípio do “*full disclosure*” não deve ser aplicado indiscriminadamente a qualquer informação. Aquelas informações que podem colocar a companhia em risco perante seus concorrentes, por exemplo, não precisam ser divulgadas ao mercado, a menos que sejam essenciais para que o investidor possa tomar decisões de forma plenamente informada e sem ser induzido ao erro.<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005, p. 95-96.

<sup>39</sup> MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005, p. 96.

<sup>40</sup> MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005, p. 96.

<sup>41</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015, p. 41. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

Desse modo, um critério eficaz para se determinar se uma informação deve ser divulgada ao mercado é o conceito da relevância. Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em seu trabalho que se tornou referência na área de governança corporativa, “informação relevante pode ser definida como aquela cuja omissão ou distorção podem influenciar as decisões econômicas tomadas pelos utilizadores dessa informação”.<sup>42</sup>

No Brasil, o tema da divulgação de informações pelas companhias é regulado por diversos dispositivos legais, tais como a Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, a ICVM 400/2003 e a Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICVM 358/2002”).

No entanto, a principal base para a aplicação do dever de informar, o qual advém do princípio do *full disclosure*, encontra-se no artigo 157 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas”), o qual dispõe que:

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

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- 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) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 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.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º,

<sup>42</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015, p. 41. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

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

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

#### 4.1.1 Fato relevante

Como é possível observar por meio do texto do § 4º do artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas, transcrito na seção anterior, o conceito da relevância das informações foi absorvido pelo ordenamento jurídico pátrio por meio da adoção da figura do fato relevante.

Conforme N. Eizirik et al., o conceito de fato relevante adotado pela nossa legislação é proveniente do conceito norte-americano de “*material fact*”, previsto na “Rule 10 b-5”, promulgada pela SEC.<sup>43</sup>

Tal dispositivo é flexível, pois permite que a relevância de cada fato seja analisada de acordo com o caso concreto, sendo que, como regra geral, há de se verificar, segundo o artigo 2º da ICVM 358/2002, se a divulgação poderá ocasionar um impacto razoável sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários; ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos advindos da condição de titular dos valores mobiliários.<sup>44</sup>

<sup>43</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 486.

<sup>44</sup> “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, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do **caput**, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional,

Ademais, é importante mencionar que o parágrafo único do artigo 2º da ICVM 358/2002 traz um extenso rol de atos ou fatos que, normalmente, são considerados como relevantes e que, portanto, deveriam ser divulgados pelas companhias abertas conforme sua ocorrência.

No entanto, o referido dispositivo também é flexível, pois seu próprio texto indica, por meio das palavras “exemplos” e “dentre outros”, que a enumeração das hipóteses de fatos relevantes é meramente exemplificativa, devendo os administradores analisarem caso a caso se um ato ou fato deve ser considerado relevante.

Logo, o rol do parágrafo único do artigo 2º da ICVM 358/2002 tem como objetivo somente facilitar a identificação de um potencial fato relevante por parte dos administradores da companhia.

No entanto, não basta que o ato ou fato enquadre-se no rol do referido artigo para ser considerado relevante. Também é necessário que o mesmo ato ou fato possa ensejar alguma das três consequências mencionadas nos incisos do artigo 2º da ICVM 358/2002.<sup>45</sup>

Quanto ao prazo de sua divulgação, o fato relevante deve ser divulgado imediatamente após os administradores da companhia aberta formarem a opinião sobre a relevância do ato ou fato ocorrido.

Na hipótese de ocorrência de “boatos” a respeito de fato relacionado a determinada companhia aberta, a bolsa de valores e as demais entidades de mercado

---

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

<sup>45</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 487.

de balcão têm a prerrogativa de suspender a negociação dos valores mobiliários da referida companhia até que esta confirme ou negue tais “boatos”.<sup>46</sup>

Além disso, nos termos do § 5º do artigo 3º da ICVM 358/2002, a comunicação do fato relevante deve ser realizada de maneira completa, clara e precisa, em linguagem acessível ao investidor.

A respeito da completude das informações divulgadas, durante julgamento de processo administrativo sancionador a CVM já manifestou seguinte entendimento:

Considera-se completa uma informação quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro.<sup>47</sup>

No caso de os administradores entenderem que a divulgação de uma informação poderá gerar risco a interesse legítimo da companhia, estes poderão requerer a dispensa da divulgação à CVM, nos termos do § 5º do artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas.

#### *4.1.2 Medidas protetivas ao investidor relacionadas à divulgação de informações*

Por trás dos conceitos e dos mecanismos de divulgação de informações ao mercado pelas companhias existe a preocupação de se reduzir a assimetria de informações entre os investidores.

Por mais que seja quase impossível haver um mercado sem assimetrias de informação, existem elementos que podem ser utilizados para a redução de tais assimetrias, como é o caso das políticas de divulgação de informações preparadas pelas companhias abertas, que visam garantir o acesso dos investidores em geral às

---

<sup>46</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 489.

<sup>47</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2006/4776**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Tito Botelho Martins Júnior. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Rio de Janeiro, 17 jan. 2007. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117\\_PAS\\_RJ\\_20064776.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ_20064776.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

informações relevantes necessárias para tomadas de sua decisão a respeito dos investimentos realizados nessas mesmas companhias.<sup>48</sup>

A legislação brasileira também prevê mecanismos que visam reduzir assimetrias informacionais que possam causar danos ao mercado de capitais como um todo.

Conforme nos ensina J. Proença:

O princípio do *disclosure* não se esgota apenas na prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam.<sup>49</sup>

Logo, não há como falar sobre mecanismos protetores da simetria de informações e de repressão ao uso de informações relevantes sobre valores mobiliários que ainda não sejam de conhecimento público sem mencionar o combate ao “*insider trading*”.

Segundo N. Eizirik et al.:

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.<sup>50</sup>

O combate ao “*insider trading*” costuma ser realizado por meio de normas preventivas e normas repressivas.

As normas preventivas, por exemplo, impõem àqueles que possuem acesso a informações relevantes, de maneira privilegiada, a obrigação de informar as operações por eles realizadas.

<sup>48</sup> MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005, p. 95.

<sup>49</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e *insider trading***. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, citado por PROENÇA, José Marcelo Martins. ***Insider trading***: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 271.

<sup>50</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 554.

Já as normas repressivas proíbem o uso de informação privilegiada, sendo que, em caso de violação, podem incidir penalidades de natureza civil, administrativa e penal,<sup>51</sup> como é o caso do artigo 27-D da Lei n. 6.385/1976, que trata sobre o crime do uso indevido de informação privilegiada.<sup>52</sup>

Como outro exemplo de norma repressiva, é possível mencionar o período de silêncio, previsto no artigo 48 da ICVM 400/2003, o qual será mais bem explorado no capítulo a seguir.

---

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 556.

<sup>52</sup> “Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

## 5 PERÍODO DE SILÊNCIO

A fim de entender o período de silêncio é preciso explorar sua origem, seu conceito e sua abrangência, o que será exposto nas próximas seções.

### 5.1 Origem e conceito

O chamado período de silêncio, ou “*quiet period*”, tem sua origem no direito norte-americano, mais especificamente no Securities Act de 1933.

Em que pese não haver previsão expressa na legislação federal norte-americana do termo “*quiet period*”, há dispositivos na referida legislação que limitam quais informações uma companhia e suas partes relacionadas podem divulgar ao público até que o registro de uma emissão de valores mobiliários seja considerado devidamente efetivado pela SEC.

Se, antes da conclusão da uma emissão de valores mobiliários, uma companhia praticar atos que, no entender da SEC, sejam considerados uma tentativa de pré-venda de tais valores mobiliários, o descumprimento de tais restrições - em especial à Section 5 do Securities Act de 1933 -, normalmente denominado “*gun jumping*”, é passível de aplicação de penalidades prevista na legislação norte-americana relativa a mercado de capitais.<sup>53</sup>

No Brasil, o período de silêncio é previsto no artigo 48 da ICVM 400/2003, em especial nos incisos I, IV e V, cuja redação é a seguinte:

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar:

- a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e
- b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

II - abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou

<sup>53</sup> UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **Quiet Period**. 18 maio 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersquiethtm.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

- a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
  - b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
  - c) negociação por conta e ordem de terceiros;
  - d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;
  - e) operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;
  - f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação aplicável;
  - g) administração discricionária de carteira de terceiros;
  - h) aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos;
  - i) arbitragem entre:
    1. valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou
    2. índice de mercado e contrato futuro nele referenciado; e
  - j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de:
    1. empréstimos de valores mobiliários;
    2. exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou
    3. contratos de compra e venda a termo.
- III - apresentar à CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenha elaborado;
- IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último; e
- V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:
- a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e
  - b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.

Em resumo, o conceito de período de silêncio previsto no artigo citado anteriormente abarca as limitações de divulgações de informações a terceiros relativas a uma oferta de valores mobiliários antes de sua divulgação ao mercado e a utilização de informações reservadas somente para fins da oferta, assim como estabelece restrições para divulgação de informações sobre a companhia emissora ou sobre a própria oferta.

As regras que definem o período de silêncio são aplicáveis tanto à emissora de valores mobiliários quanto ao acionista vendedor, às instituições intermediárias (bancos coordenadores) e quaisquer outras pessoas relacionadas à oferta.<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 837. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

Além disso, o período de silêncio é aplicável tanto às ofertas públicas realizadas sob as regras da ICVM 400/2003 quanto às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos realizadas de acordo com a ICVM 476/2009, como consta no artigo 12 da ICVM 476/2009.<sup>55</sup>

## 5.2 Início e término da vigência do período de silêncio

O prazo do período de silêncio se inicia a partir do momento em que a oferta foi decidida ou projetada. No entanto, quando se tratar de manifestações perante a mídia, o prazo do período de silêncio se iniciará a partir do 60º dia antecedente à apresentação do pedido de registro da oferta perante a CVM ou à data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último.

Em relação às instituições financeiras intermediárias e demais assessores externos, o período de silêncio inicia-se a partir da data de suas respectivas contratações, podendo a carta-mandato assinada com a companhia ofertante servir como prova em caso de futuro questionamento por parte da CVM.

Logo, é possível verificar que o prazo do período de silêncio pode variar para baixo se a oferta for planejada ou decidida em prazo menor do que os 60 dias que antecederem o protocolo do pedido de registro da oferta perante a CVM.

Além disso, é importante atentar-se ao fato de que qualquer divulgação realizada acerca da oferta, mesmo que por obrigação para com a CVM, não interrompe o prazo do período de silêncio. Portanto, quaisquer informações sobre a companhia e sobre a oferta podem ser acessadas somente por meio do prospecto preliminar divulgado no lançamento da oferta.<sup>56</sup>

Já o término do período de silêncio ocorre a partir da divulgação do encerramento da oferta ao mercado, sendo que nenhum outro fato ou momento poderá interromper ou extinguir o período de silêncio. Isso porque pouco antes do

---

<sup>55</sup> “Art. 12. Aplicam-se às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, as normas de conduta previstas no art. 48 da Instrução CVM n. 400, de 2003, com exceção do inciso III.”

<sup>56</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 838. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

encerramento da oferta, existe a possibilidade de um período destinado ao exercício de opção de lote suplementar, conhecido como “*greenshoe*”.

Dessa maneira, qualquer divulgação de informação que já não esteja contemplada no prospecto poderá afetar o comportamento dos investidores e do mercado em geral, o que, por sua vez, poderá influenciar o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia e, conseqüentemente, a decisão acerca do exercício da referida opção.<sup>57</sup>

### 5.3 Limites do período de silêncio

Não obstante o fato de uma companhia ofertante estar sujeita ao período de silêncio, não significa que ela esteja impedida de realizar qualquer divulgação de informações sobre si mesma ou sobre a oferta.

As divulgações consideradas obrigatórias pela legislação e pelas normas da CVM devem continuar sendo realizadas normalmente, tais como fatos relevantes e envio de informações periódicas à CVM.

A interrupção das divulgações obrigatórias pode acarretar penalidades aos administradores das companhias e influenciar o comportamento dos investidores e do mercado como um todo.

Além disso, se uma companhia ofertante já possui uma prática habitual de comunicação ao mercado, tal prática poderá ser mantida desde que não se refira à oferta e desde que seja realizada em linguagem moderada e de forma semelhante à linguagem já utilizada pela companhia em comunicações anteriores, de forma que não influencie a decisão dos investidores de aderirem à oferta.

Como exemplos de práticas habituais de comunicação ao mercado por parte das companhias, é possível mencionar as teleconferências de divulgação de resultados e a propaganda de produtos e serviços.<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 839. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>58</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 841. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

Por precaução, a CVM recomenda, no parágrafo 4.2 do Pronunciamento de Orientação n. 11, de 11 de janeiro de 2012, que a companhia ofertante archive registros de comunicações realizadas ao mercado nos últimos cinco anos a fim de comprovar a habitualidade de tais comunicações em caso de eventual questionamento por parte da referida autarquia.

Em caso de vazamento de alguma informação ou de “boatos” à mídia, a CVM recomenda avaliar a possibilidade da realização de uma comunicação imediata ao mercado a fim de esclarecer determinada informação e de reforçar a necessidade de os investidores tomarem suas decisões somente em função do prospecto.<sup>59</sup>

Na hipótese de ocorrência de um novo evento relevante após a divulgação do prospecto, a companhia ofertante deve divulgar um fato relevante a respeito e, a depender da situação, o cronograma da oferta deverá ser estendido no intuito de que os investidores tenham um prazo adicional para analisar as novas informações e decidir se se manterão aderidos à oferta.<sup>60</sup>

#### **5.4 Processos sancionadores julgados pela CVM a partir de 2010 envolvendo período de silêncio**

A não observância do período de silêncio pode culminar em penalidades à companhia ofertante e a seus administradores, além de causar impactos diretos à oferta.

Isso porque a violação ao período de silêncio pode levar à suspensão da oferta, à necessidade de novas divulgações ao mercado e à realização de ajustes no prospecto, impedindo a companhia ofertante de realizar uma oferta em uma determinada janela de mercado favorável em que os investidores estão mais suscetíveis a realizar investimentos na companhia.

---

<sup>59</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 841. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>60</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 841. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

No que tange aos demais responsáveis envolvidos, o desrespeito ao período de silêncio pode ensejar a aplicação de multas ou de pagamentos de valores expressivos no âmbito da celebração de termos de compromisso perante a CVM.

Nos últimos dez anos, diversos processos administrativos foram abertos para apuração de supostas violação ao período de silêncio

Segundo a própria CVM, grande parte das apurações se refere tanto a declarações dadas pelas pessoas envolvidas nas ofertas, no dia de lançamento da negociação dos valores mobiliários emitidos, quanto a declarações dadas a veículos de comunicação ao longo do período da oferta.

Ainda segundo a CVM, boa parte dos processos administrativos sancionadores resultou na celebração de termos de compromisso, espécie de acordo que consiste no pagamento de uma determinada quantia para encerrar o processo antes de este ser julgado.

Alguns outros processos levaram à suspensão da oferta ou à apresentação de um novo prospecto com previsão de prazo, no intuito de que os investidores que tenham se sentido prejudicados desistissem da adesão à referida oferta.<sup>61</sup>

Por outro lado, a instauração de processos administrativos sancionadores pode também ser um indício de que os administradores e demais envolvidos nas ofertas de valores mobiliários podem estar tendo dificuldades para interpretar os limites impostos pelo período de silêncio.

Por esse motivo, é importante analisarmos alguns julgados recentes sobre o assunto.

Por meio de uma análise dos casos — tanto processos administrativos sancionadores julgados quanto aqueles encerrados por meio de assinatura de termos de compromisso —, é possível verificar que grande parte deles versa sobre declarações dadas pelos administradores das companhias ofertantes antes do anúncio de encerramento da oferta.<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017, p. 840. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019

<sup>62</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ 2014/13043**. Comissão de Valores Mobiliários e Wesley Mendonça Batista. Rel. Dir. Leonardo Porciúncula Gomes Pereira. Rio de Janeiro, 1 jul. 2015. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos\\_compromisso/anexos/2015/20150324\\_TC\\_RJ201413043.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/2015/20150324_TC_RJ201413043.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ 2012/4489**. Comissão de Valores Mobiliários e Marcelo Strufaldi Castelli. Rel. Dir. Otávio Yazbek. Rio de Janeiro, 3 ago. 2012. Disponível em:

Um bom exemplo é o processo administrativo sancionador instaurado pela CVM contra Zeinal Abedin Mohamed Bava, no qual apurou-se que o acusado, na qualidade de presidente da Oi S.A., violou o inciso IV do artigo 48 da ICVM 400/2003 por ter se manifestado na mídia sobre a oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias e preferenciais da referida companhia durante o período de silêncio.

Entendeu a CVM que, nesse caso, a manifestação do acusado foi realizada em tom exageradamente otimista e focou exclusivamente nos benefícios à Oi S.A. se a oferta fosse concluída.

Apesar de o acusado alegar que as informações já eram de conhecimento do público, o entendimento da CVM no caso foi o de que as informações divulgadas pelos veículos de comunicação não são tão completas quanto aquelas constantes do prospecto da oferta, o que poderia influenciar os investidores.

Por tal motivo, ao final do julgamento, a CVM aplicou uma pena de multa no valor de R\$ 200 mil ao acusado.<sup>63</sup>

Em outro caso julgado pela CVM que vale ser mencionado, o acusado foi absolvido, ao contrário do que ocorreu no caso anterior. Trata-se do processo administrativo sancionador movido contra Ozires Silva.

No referido processo, o acusado alegadamente também violou o inciso IV do artigo 48 da ICVM 400/2003, pois, na qualidade de presidente do conselho de administração da GAEC Educação S.A., concedeu uma entrevista a um veículo de

---

[http://www.cvm.gov.br/termos\\_compromisso/arquivos/2012/20120703\\_RJ2012-4489.html](http://www.cvm.gov.br/termos_compromisso/arquivos/2012/20120703_RJ2012-4489.html). Acesso em: 17 jun. 2019. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/2965**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Zeinal Abedin Mohamed Bava. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 25 abr. 2017. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965\\_Zeinal\\_Abedin\\_Bava.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965_Zeinal_Abedin_Bava.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/6086**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Ozires Silva. Rel. Dir. Pablo Renteria. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 30 jan. 2018. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130\\_voto\\_DPR\\_PAS\\_19957\\_002\\_327\\_2016\\_11.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130_voto_DPR_PAS_19957_002_327_2016_11.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2014/2046**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Luiz Eduardo Falco Pires Correa. Rel. Dir. Leonardo Porciúncula Gomes Pereira. Rio de Janeiro, 24 abr. 2015. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos\\_compromisso/anexos/0001/20141216\\_TC\\_RJ20142046.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/0001/20141216_TC_RJ20142046.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

<sup>63</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/2965**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Zeinal Abedin Mohamed Bava. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 25 abr. 2017. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965\\_Zeinal\\_Abedin\\_Bava.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965_Zeinal_Abedin_Bava.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

comunicação de grande circulação, durante a qual se manifestou a respeito da companhia ofertante.

No entanto, no caso em questão, a CVM acolheu os argumentos da defesa no sentido de que as manifestações realizadas pelo acusado, em que pese terem sido realizadas antes da comunicação do anúncio de encerramento da oferta, ocorreram após o encerramento do processo de “*bookbuilding*”, da definição do preço das ações emitidas e do encerramento de quaisquer esforços de distribuição das referidas ações.

Por esse motivo, apesar de a conduta do acusado ter ferido a letra do inciso IV do artigo 48 da ICVM 400/2003, a CVM entendeu que o bem tutelado pelo referido dispositivo — qual seja, influenciar indevidamente a conduta dos investidores destinatários da oferta — não sofreu nenhum dano.<sup>64</sup>

Além disso, no acórdão do processo consta que o relator do caso recomendou que houvesse uma melhor reflexão sobre o período de silêncio, já que o marco temporal adotado pelo referido dispositivo não seria o mais adequado:

De outra parte, cuida-se do segundo caso em que o defendente é absolvido, em razão de a manifestação na mídia ter ocorrido após a efetiva cessação dos esforços extraordinários de venda que caracterizam a oferta pública, muito embora dentro do “período de silêncio” estabelecido na norma, o qual, a rigor, só termina com a publicação do anúncio de encerramento da oferta. Tal fato constitui, a meu ver, um indício de que o marco temporal adotado no preceito normativo não seja o mais apropriado. Por isso, considero oportuno que, em futura reforma da Instrução CVM n. 400, de 2003, tal questão seja objeto de renovados estudos e debates, tendo em vista o aprimoramento da regulamentação do mercado de capitais.<sup>65</sup>

Logo, é possível perceber, no caso em tela, que a CVM de certo modo flexibilizou a interpretação do inciso IV do artigo 48 da ICVM 400/2003, por considerar que a intenção por trás do referido artigo foi preservada.

Desse modo, verifica-se que o período de silêncio não é imune a críticas, conforme será mais bem detalhado na seção a seguir.

---

<sup>64</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/6086**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Ozires Silva. Rel. Dir. Pablo Renteria. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 30 jan. 2018. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130\\_voto\\_DPR\\_PAS\\_19957\\_002\\_327\\_2016\\_11.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130_voto_DPR_PAS_19957_002_327_2016_11.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>65</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/6086**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Ozires Silva. Rel. Dir. Pablo Renteria. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 30 jan. 2018. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130\\_voto\\_DPR\\_PAS\\_19957\\_002\\_327\\_2016\\_11.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130_voto_DPR_PAS_19957_002_327_2016_11.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

## 5.5 Críticas ao período de silêncio

O período de silêncio tem sido alvo de muitas críticas durante ao menos a última década por parte das companhias, do mercado e da imprensa especializada tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos.

Boa parte das críticas questiona se, em um mundo globalizado e informatizado — onde as informações se dissipam muito rapidamente e de forma difusa, o que dificulta a identificação da origem da divulgação e, por consequência, de sua exatidão e veracidade —, ainda há sentido em manter-se as restrições impostas às companhias emissoras em função do período de silêncio.

Além disso, para alguns o período de silêncio é um resquício de um período distante em que o Estado atuava como verdadeiro protetor dos interesses dos investidores, muito em função de uma maior restrição na circulação de informações devido à inexistência da rede mundial de computadores.

Para esses mesmos críticos, hoje já existem meios de fazer com que as companhias emissoras sejam desestimuladas a inflar as perspectivas de êxito de suas ofertas públicas sem que haja a necessidade de se atrasar o cronograma e até mesmo causar a suspensão de uma oferta.<sup>66</sup>

No ano de 2012 nos Estados Unidos, a própria presidente da SEC à época, Mary Schapiro, em carta enviada ao presidente da Comissão da Câmara para Supervisão e Reforma do Governo, admitiu o seguinte: “[...] as regras [da SEC] devem acompanhar as inovações da tecnologia e dos métodos de comunicação [...]”.<sup>67</sup>

No entanto, desde então, nenhuma alteração relevante a respeito do “*quiet period*” foi criada e implementada pela SEC. A última alteração relevante realizada pela SEC nesse sentido ocorreu em 2005, quando foram criados diferentes níveis de registro de companhias emissoras e, a partir daí, estabeleceram-se maiores ou menores restrições de divulgação de informações ao mercado conforme o nível de cada uma.<sup>68</sup>

<sup>66</sup> LIPSCHUTZ, Neal. “Período de silêncio” perdeu a validade. **Valor Econômico**, 29 ago. 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2808806/periodo-de-silencio-perdeu-validade>. Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>67</sup> LIPSCHUTZ, Neal. “Período de silêncio” perdeu a validade. **Valor Econômico**, 29 ago. 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2808806/periodo-de-silencio-perdeu-validade>. Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>68</sup> UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **Quiet Period**. 18 maio 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersquiethtm.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

No Brasil, a situação a respeito desse tema é semelhante à dos Estados Unidos.

Em 2010, o então presidente da CVM, Marcelo Trindade, também admitiu, em declaração dada à revista *Exame*, a necessidade de revisão das regras do período de silêncio a fim de que estas se adaptem à era da informática:

A lei diz que todas as informações têm de estar contidas no prospecto de abertura de capital. [...] Não é racional que em tempos de informática um pequeno investidor tenha de ler 400 páginas de texto para saber quais os riscos da ação que está comprando.<sup>69</sup>

Além disso, Marcelo Trindade afirmou que seria mais benéfico ao investidor que não houvesse restrições para divulgação de informações nos moldes de hoje, já que seria a própria circulação das informações que reduziria o risco aos investidores, e não o contrário.

Na mesma reportagem, o presidente da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca) à época, Alfried Plöger, criticou o período de silêncio, no sentido de que caberia ao investidor conhecer os riscos relacionados aos valores mobiliários adquiridos por ele, o que pressuporia uma menor regulamentação a respeito do assunto por parte da CVM.<sup>70</sup>

Além disso, há precedentes em que o período de silêncio, ao invés de reduzir, gerou um aumento da assimetria informacional entre aqueles que participam do preparo de uma oferta pública e os investidores.

Como exemplo, é possível mencionar a capitalização da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (“Petrobras”) ocorrida em setembro de 2010. Naquela ocasião, ainda durante o preparo da oferta pública de ações, houve a elaboração de diversos relatórios, por parte dos bancos de investimentos que participaram da oferta em questão, com viés negativo a respeito das ações da referida companhia e que não foram divulgados devido ao período de silêncio.

Após a conclusão da oferta, tais relatórios foram divulgados pelos bancos, causando uma forte desvalorização das ações da Petrobras, o que gerou protestos

---

<sup>69</sup> GRADILONE, Cláudio. CVM vai rediscutir período de silêncio das empresas. *Exame*, 10 out. 2010. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/cvm-vai-rediscutir-periodo-de-silencio-das-empresas-m0081118>. Acesso em: 15 jun. 2019.

<sup>70</sup> GRADILONE, Cláudio. CVM vai rediscutir período de silêncio das empresas. *Exame*, 10 out. 2010. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/cvm-vai-rediscutir-periodo-de-silencio-das-empresas-m0081118>. Acesso em: 15 jun. 2019.

por parte dos acionistas da companhia, os quais se sentiram lesados por não terem tido acesso aos relatórios a tempo de tomarem decisões sobre seus investimentos na Petrobras.<sup>71</sup>

Portanto, fica claro que, em que pese a atuação da CVM e todas as penalidades aplicadas por esta àqueles que não observaram as restrições impostas pelo período de silêncio, e em que pese o bem jurídico que o artigo 48 da ICVM 400/2003 visa tutelar, não há unanimidade quanto à necessidade de, nos dias atuais, ainda existirem tais restrições, ao menos não nos moldes como são atualmente previstas.

---

<sup>71</sup> ROCHA, Janes; RUIZ, Edson. Período de silêncio em xeque. **Valor Econômico**, 25 out. 2010. Disponível em <http://www.discrepantes.com.br/wp-content/uploads/2017/10/Anexo-2-2010-10-25-Cultinvest-Assest-Management-Per%C3%ADodo-de-sil%C3%A2ncio-em-xeque.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

## 6 CONCLUSÃO

Não há dúvidas de que a eficiência do mercado de capitais depende da quantidade e da qualidade das informações em circulação entre todos aqueles que nele atuam. Por esse motivo o princípio do “*full disclosure*” é tão importante, na medida em que serve de parâmetro para diversos dispositivos legais que visam garantir que as companhias divulguem informações completas e suficientes para que os investidores decidam da forma mais segura possível se devem realizar, retirar ou manter seus investimentos em determinada companhia.

Também não há dúvidas de que a assimetria de informações é algo que ocorre normalmente no mercado e é impossível de ser completamente eliminada, já que aqueles que atuam dentro de uma companhia naturalmente já se encontram em vantagem informacional em relação aos demais agentes do mercado.

Disso advém a criação de diversos mecanismos legais que visam equilibrar a situação entre aqueles que, por um lado, naturalmente possuem acesso a informações de maneira privilegiada e aqueles que, por outro lado, não têm o mesmo tipo de acesso, principalmente quando se trata de ofertas públicas de valores mobiliários.

Um desses mecanismos é o período de silêncio, o qual existe muita polêmica ao redor quanto a sua efetividade em um mundo cada vez mais conectado, em que as informações, nem sempre verdadeiras e completas, podem atingir uma grande quantidade de pessoas em uma pequena fração de tempo.

Certo é que, idealmente, qualquer legislação deveria acompanhar as mudanças ocorridas na sociedade e a evolução tecnológica. No entanto, sabe-se que isso é algo raro de se acontecer devido ao próprio tempo de discussão e ao de tramitação necessário para que uma alteração normativa seja concluída e aprovada.

Na opinião do autor desta pesquisa, isso é o que ocorre com as normas relativas ao período de silêncio. Nos tempos atuais, é quase impossível controlar e fiscalizar a todo momento quais informações chegam aos investidores de uma companhia ofertante, e mais difícil ainda é traçar sua origem.

Dessa forma, ao invés de proteger o investidor, muitas vezes as restrições decorrentes do período de silêncio podem aumentar ainda mais a assimetria de informações entre os investidores e podem contribuir para a circulação de dados inverídicos ou inexatos sobre uma companhia ofertante.

O melhor seria que as companhias pudessem, a qualquer momento da oferta, divulgar livremente informações que consideram pertinentes ao mercado, sem que isso implicasse atraso no cronograma ou suspensão da oferta.

Logo, uma alternativa seria que as regras focassem na penalização dos responsáveis por divulgar informações falsas ou incompletas com o objetivo claro de ludibriar os investidores.

Em tal situação, os investidores que se sentissem lesados poderiam ajuizar ações contra a companhia no intuito de obter ressarcimento por eventuais danos sofridos. Somente dessa forma, seria possível assumir que os investidores possuem conhecimento suficiente acerca dos riscos envolvidos em seus respectivos investimentos, bem como acerca dos meios jurídicos existentes para pleitear eventuais ressarcimentos ante as companhias.

Além disso, tal como já ocorre nos Estados Unidos, a CVM poderia, para fins do período de silêncio, estabelecer categorias diferentes de companhias ofertantes conforme seu histórico de emissões de valores mobiliários. Assim, quanto mais emissões uma companhia já realizou, menor a chance de uma informação divulgada ao longo da oferta e fora do prospecto afetar significativamente o preço dos valores mobiliários emitidos. Logo, para essas companhias as regras relativas ao período de silêncio poderiam ser menos rígidas.

Isso não quer dizer que o período de silêncio perdeu completamente sua função nos dias atuais e que suas regras deveriam ser extintas quase que instantaneamente. Pelo contrário, o bem tutelado pelo mecanismo em estudo — qual seja, a não influência indevida na conduta dos investidores destinatários da oferta — continua relevante, mas em menor medida que no passado, já que hoje os investidores possuem muito mais ferramentas à disposição para se informarem devidamente acerca de uma companhia ou de uma oferta.

O que se conclui e se recomenda no presente trabalho é que as regras relativas ao período de silêncio deveriam ser revistas de tempos em tempos a fim de acompanhar, com a maior celeridade possível, um mundo em constante mutação.

## REFERÊNCIAS

- AMENDOLARA, Leslie. **O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008.
- CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 10, n. 38, p. 99-121, out./dez. 2007.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2017. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.
- DUBEUX, Julio Ramalho. **A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiros**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- FREDERICK, Richard, **Disclosure: A Corporate Governance Tool that Really Works? In: MEETING OF THE RUSSIAN CORPORATE GOVERNANCE ROUNDTABLE “THE ROLE OF DISCLOSURE IN STRENGTHNING COPRORATE GOVERNANCE AND ACCOUNTABILITY”**. 3. Moscow, 15-16 nov. 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1920852.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.
- GRADILONE, Cláudio. CVM vai rediscutir período de silêncio das empresas. **Exame**, 10 out. 2010. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/cvm-vai-rediscutir-periodo-de-silencio-das-empresas-m0081118>. Acesso em: 15 jun. 2019.
- KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LIPSCHUTZ, Neal. “Período de silêncio” perdeu a validade. **Valor Econômico**, 29 ago. 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2808806/periodo-de-silencio-perdeu-validade>. Acesso em: 15 jun. 2019.
- MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**, v. 8, n. 28, p. 95-109, abr./jun. 2005.
- OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas**. São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

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

ROCHA, Janes; RUIZ, Edson. Período de silêncio em xeque. **Valor Econômico**, 25 out. 2010. Disponível em <http://www.discrepantes.com.br/wp-content/uploads/2017/10/Anexo-2-2010-10-25-Cultinvest-Assest-Management-Per%C3%ADodo-de-sil%C3%AAncio-em-xeque.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **Quiet Period**. 18 maio 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersquiethm.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

## LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BACEN n. 2.785, de 18 de outubro de 2000**. Resolução BACEN n. 2.785, de 18 de outubro de 2000. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2785>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/6086**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Ozires Silva. Rel. Dir. Pablo Renteria. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 30 jan. 2018. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130\\_voto\\_DPR\\_PAS\\_19957\\_002327\\_2016\\_11.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180130_voto_DPR_PAS_19957_002327_2016_11.pdf). Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ 2012/4489**. Comissão de Valores Mobiliários e Marcelo Strufaldi Castelli. Rel. Dir. Otávio Yazbek. Rio de Janeiro, 3 ago. 2012. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/termos\\_compromisso/arquivos/2012/20120703\\_RJ2012-4489.html](http://www.cvm.gov.br/termos_compromisso/arquivos/2012/20120703_RJ2012-4489.html). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ 2014/13043**. Comissão de Valores Mobiliários e Wesley Mendonça Batista. Rel. Dir. Leonardo Porciúncula Gomes Pereira. Rio de Janeiro, 1 jul. 2015. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos\\_compromisso/anexos/2015/20150324\\_TC\\_RJ201413043.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/2015/20150324_TC_RJ201413043.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2016/2965**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Zeinal Abedin Mohamed Bava. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 25 abr. 2017. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965\\_Zeinal\\_Abedin\\_Bava.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20162965_Zeinal_Abedin_Bava.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2006/4776**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Tito Botelho Martins Júnior. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Rio de Janeiro, 17 jan. 2007. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117\\_PAS\\_RJ20064776.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2014/2046**. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Luiz Eduardo Falco Pires Correa. Rel. Dir. Leonardo Porciúncula Gomes Pereira. Rio de Janeiro, 24 abr. 2015. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos\\_compromisso/anexos/0001/20141216\\_TC\\_RJ20142046.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/0001/20141216_TC_RJ20142046.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. **Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm). Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. **Lei n. 10.411, de 26 de fevereiro de 2002**. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10411.htm). Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15 jun. 2019.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 15 jun. 2019.