



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

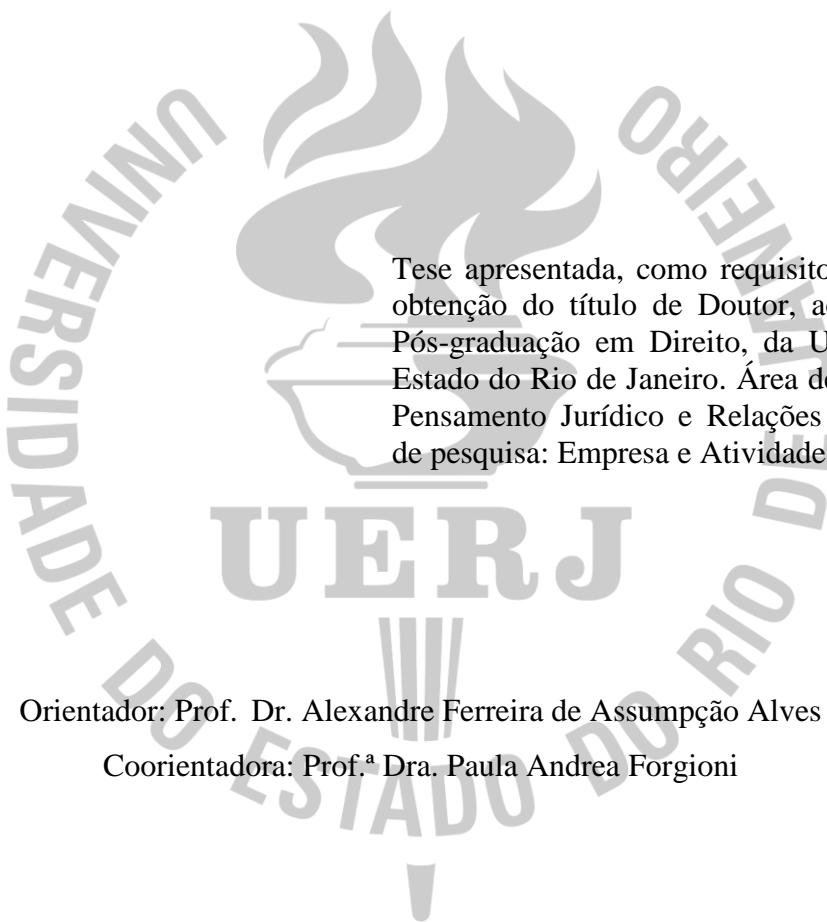
**A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de
informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento
eficiente do mercado**

Rio de Janeiro

2022

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado



Tese apresentada, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais. Linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves

Coorientadora: Prof.^a Dra. Paula Andrea Forgioni

Rio de Janeiro

2022

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

S586 Silva, Ricardo Villela Mafra Alves da.

A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado / Ricardo Villela Mafra Alves da Silva. - 2022.

400 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

Coorientadora: Prof.^a Dra. Paula Andrea Forgioni

Tese (Doutorado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Responsabilidade civil - Teses. 2. Mercado de Valores Mobiliários - Teses. 3. Desinformação - Teses. I. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção. II. Forgioni, Paula Andrea. III. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. IV. Título. V. Título.

CDU 347.51

Bibliotecária: Angélica Ribeiro CRB7/6121

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado

Tese apresentada, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais. Linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas.

Aprovada em 11 de março de 2022.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Orientador)

Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ

Prof.^a Dra. Paula Andrea Forgioni (Coorientadora)

Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ

Prof. Dr. Gustavo José Mendes Tepedino

Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ

Prof.^a Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro

Universidade Federal do Paraná

Prof.^a Dra. Uinie Caminha

Universidade de Fortaleza

Rio de Janeiro

2022

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Ricardo e Andrea, e meus irmãos, Bruno e Renato, por todo o apoio ao longo dos vários anos de vida acadêmica.

À Thalita Almeida, minha parceira de vida, por tornar todos os meus dias mais felizes.

Ao meu orientador, Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, por generosamente ter compartilhado seu conhecimento e dedicado o seu tempo na orientação desta tese.

À minha coorientadora, Professora Dra. Paula Andrea Forgioni, pelas valiosas contribuições ao presente trabalho.

Aos Professores que já me orientaram, Professor Dr. José Gabriel Assis de Almeida (mestrado/UERJ), Professor Stephen Bainbridge (LLM/UCLA) e Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim (graduação/UFRJ), que me ajudaram a trilhar o longo caminho até aqui.

A todos os professores que já tive, pela formação que me proporcionaram.

Aos meus colegas do Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados e dos escritórios pelos quais já passei, Couto Silva Advogados e Tauil & Chequer Advogados, pela amizade, ensinamentos e incentivo de sempre.

RESUMO

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. *A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado*. 2022. 400 f. Tese (Doutorado em Empresa e Atividades Econômica) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

A tese tem como objetivo estudar a responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas a investidores do mercado de valores mobiliários. No direito brasileiro, a Lei nº 6.385/1976 determinou a divulgação de informações como requisito do registro de ofertas públicas (artigo 19, § 5º, II, e § 6º) e do registro de companhia aberta (artigo 21, § 6º, II, e artigo 22, § 1º, I), mas não dispôs especificamente sobre a responsabilidade civil das companhias abertas por eventuais falhas na divulgação de informações ao mercado. A tese busca investigar as bases teóricas e legais da responsabilidade civil das companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas, conduta que caracteriza violação do seu dever de informar. A problemática é examinada à luz do funcionamento eficiente do mercado, já que este foi um objetivo imposto à Comissão de Valores Mobiliários e ao Conselho Monetário Nacional nos termos do artigo 4º, II e III, da Lei nº 6.385/1976. A pesquisa se justifica pela importância que o mercado de valores mobiliários possui como forma de viabilizar a intermediação financeira complexa, necessária ao desenvolvimento econômico, cujo funcionamento depende da confiança do público investidor na higidez das instituições e mecanismos de negociação. A hipótese principal é de que o funcionamento eficiente do mercado foi elencado como um dos objetivos das normas do mercado de valores mobiliários e pressupõe a divulgação de informações pelas companhias abertas, na qualidade de emissoras de valores mobiliários. No caso de descumprimento deste dever de informar, as companhias abertas devem ser responsabilizadas civilmente para garantir a efetividade das regras de divulgação obrigatória, preenchendo-se as lacunas das Leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976 com as regras do regime geral de responsabilidade civil subjetiva do Código Civil. O método científico para a análise de resultados é o dedutivo, a partir de pesquisa documental, doutrinária e jurisprudencial, estabelecendo-se conclusões quanto ao objeto do estudo a partir das premissas acerca do funcionamento eficiente do mercado e das regras de imputação de responsabilidade civil. A tese conclui que a companhia aberta pode ser responsabilizada civilmente pela violação do seu dever de informar, desde que a informação divulgada de forma imprecisa ou falsa seja material, o ato de divulgação seja imputável à ela, de acordo com os pressupostos da teoria organicista, e se demonstre a existência de culpa ou dolo, nexo causal e dano efetivo.

Palavras-chave: Dever de Informar. Funcionamento Eficiente do Mercado. Companhias Abertas. Mercado de Valores Mobiliários. Responsabilidade Civil.

ABSTRACT

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. *Civil liability of the publicly-traded corporation for the disclosure of false or misleading information to investors in light of the efficient functioning of the market*. 2022. 400 f. Tese (Doutorado em Empresa e Atividades Econômica) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

This thesis aims to study the civil liability of publicly-traded corporation for the disclosure of false or misleading information to investors. In the Brazilian legal framework, Law No. 6,385/1976 imposed the disclosure of information as a requirement for the registry of public offering (article 19, paragraph 5, II, and paragraph 6) and public-traded corporations (article 21, paragraph 6, II, and article 22, paragraph 1, I), but it did not address specifically the civil liability of publicly-traded corporations for failure to disclose information to the market. The thesis investigates the theoretical and legal grounds of the civil liability of publicly-traded corporations for the disclosure of false or misleading information to the securities market, a conduct that constitutes violation of its duty to inform. The issue is examined in light of the efficient functioning of the market, since this was an objective attributed to the Brazilian Securities and Exchange Commission and the National Monetary Council under article 4, II and III, of Law No. 6,385/1976. The research is justified by the importance of the securities market as a mechanism to enable complex financial intermediation, necessary to the economic development, the functioning of which depends on the public trust on the reliability of the institutions and mechanisms of exchange. The main hypothesis is that the efficient functioning of the market was set forth as one of the objectives of the securities market rules and presupposes the disclosure of information by the publicly-traded corporations, as issuers of securities. If this duty to inform is violated, the publicly-traded corporation must be made liable, in order to ensure the effectiveness of the rules of mandatory disclosure, filling the gaps of Laws No. 6,404/1976 and No. 6,385/1976 with the general rules of civil liability established by the Civil Code. The thesis uses the deductive method to analyze the results, based on a documental research of legal doctrine and jurisprudence, reaching conclusions on the subject through the theories of market efficiency and rules of civil liability. The conclusion of the thesis is that the publicly-traded corporation may be held liable for the violation of its duty to inform, as long as the information disclosed in the misleading or false manner is material, the act of disclosure is attributable to it, in accordance with the organicist theory, and it is demonstrated the existence of guilt or willful wrongdoing, causality and effective damage.

Keywords: Duty to Inform. Efficient Functioning of the Market. Publicly-Traded Corporations. Securities Market. Civil Liability.

RÉSUMÉ

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. *La responsabilité civile des sociétés cotées en raison de la divulgation d'informations fausses ou inexactes aux investisseurs vis-à-vis le bon fonctionnement du marché*. 2022. 400 f. Tese (Doutorado em Empresa e Atividades Econômica) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

Le but de la thèse est d'étudier la responsabilité civile des sociétés cotées en raison de la divulgation d'informations fausses ou inexactes aux investisseurs du marché des valeurs mobilières. En droit brésilien, la Loi n° 6.385/1976 a déterminé la divulgation d'informations comme une condition pour l'enregistrement des offres publiques (article 19, paragraphe 5, II et paragraphe 6) et pour l'enregistrement en tant que société cotée (article 21, paragraphe 6, II, et l'article 22, § 1, I). Néanmoins, il n'a pas été prévu spécifiquement la responsabilité civile des sociétés cotées pour tout manquement à la divulgation d'informations au marché. La thèse vise aussi à étudier les fondements théoriques et juridiques de la responsabilité civile des sociétés cotées pour la divulgation d'informations fausses ou inexactes, un comportement qui caractérise une violation de leur devoir d'information. La question est examinée vis-à-vis le bon fonctionnement du marché, car celui-ci a été l'un des objectifs imposés à la Commission des Valeurs Mobilières et au Conseil Monétaire National brésiliens en vertu de l'article 4^{ème}, II et III, de la Loi n° 6.385/1976. La recherche est justifiée par l'importance du marché des valeurs mobilières comme moyen de permettre une intermédiation financière complexe, nécessaire au développement économique, dont le fonctionnement dépend de la confiance du public investisseur dans la santé des institutions et des mécanismes de négociation. L'hypothèse principale de la thèse est la suivante: le fonctionnement efficace du marché a été inscrit comme l'un des objectifs des règles du marché des valeurs mobilières et présuppose la divulgation d'informations par les sociétés cotées, en tant qu'émetteurs de valeurs mobilières. En cas de violation de cette obligation d'information, les sociétés cotées doivent être tenues civilement responsables afin d'assurer l'efficacité des règles de divulgation obligatoire, en comblant les lacunes des Lois 6 404/1976 et 6 385/1976 avec les règles du régime général de responsabilité civile subjective du Code Civil brésilien. La méthode scientifique déductive d'analyse des résultats est déductive, basée sur des recherches documentaires, doctrinales et jurisprudentielles, pour établir des conclusions concernant l'objet de l'étude sur la base des hypothèses du fonctionnement efficace du marché et des règles d'attribution de la responsabilité civile à la personne morale. La thèse conclut que la société cotée peut être tenue civilement responsable pour la violation de son devoir d'information, à condition que l'information divulguée de manière inexacte ou fautive soit matérielle, l'acte de divulgation lui étant imputable, selon les présupposés de la théorie organiciste, et l'existence d'une culpabilité ou d'une intention, d'un lien de causalité et qu'un dommage effectif soit prouvé.

Mots-clés: Devoir d'Information. Fonctionnement Efficace du Marché. Sociétés Cotées. Marché des Valeurs Mobilières. Responsabilité Civile.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Demanda horizontal (expectativas homogêneas) x demanda convexa (expectativas heterogêneas).....	53
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 - Brasil, Bolsa, Balcão S.A.
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&F Bovespa	BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, atual B3
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
Código Civil de 1916	Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916
Código de Defesa do Consumidor	Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015
Comitê	Comitê Consultor em Divulgação das Companhias (<i>Advisory Committee on Corporate Disclosure</i>)
CRFB/1988	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto-Lei nº 2.627/1940	Decreto Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940
Diretiva nº 79/279/CE	Diretiva nº 79/279/CE do Conselho, de 5 de março de 1979
Diretiva nº 2001/34/CE	Diretiva nº 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de maio de 2001
Diretiva nº 2003/124/CE	Diretiva nº 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003
DRI	Diretor de Relações com Investidores
Regulamento (UE) nº 596/2014	Regulamento (UE) nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014
IA	Inquérito Administrativo
Instrução CVM nº 13/1980	Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980
Instrução CVM nº 88/1988	Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988
Instrução CVM nº 308/1999	Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999

Instrução CVM nº 358/2002	Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002
Instrução CVM nº 400/2003	Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003
Instrução CVM nº 480/2009	Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009
Instrução CVM nº 567/2015	Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015
Lei da Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
Lei nº 4.728/1965	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965
Lei nº 6.385/1976	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei nº 6.404/1976	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei nº 7.913/1989	Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989
Lei nº 9.605/1998	Lei nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998
Lei nº 10.303/2001	Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001
Lei nº 12.529/2011	Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011
Lei nº 12.846/2013	Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013
Lei nº 13.303/2016	Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016
LLS&V	Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny
PAS	Processo Administrativo Sancionador
Resolução CVM nº 9/2020	Resolução CVM nº 9, de 27 de outubro de 2020
Resolução CVM nº 19/2021	Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021
Resolução CVM nº 20/2021	Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021
Resolução CVM nº 30/2021	Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021
Resolução CVM nº 44/2021	Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021
SEC	<i>Securities Exchange Act</i>
SER	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
2	O FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O DEVER DE INFORMAR DA COMPANHIA ABERTA ...	20
2.1	O funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários	22
2.1.1	<u>O funcionamento do mercado</u>	22
2.1.2	<u>Eficiência do mercado de valores mobiliários: a hipótese do mercado eficiente</u>	27
2.1.3	<u>Os mecanismos de eficiência do mercado de valores mobiliários</u>	35
2.2	O funcionamento ineficiente do mercado de valores mobiliários	42
2.2.1	<u>A impossibilidade do mercado perfeitamente eficiente e a negociação com ruído</u>	43
2.2.2	<u>Os mecanismos de ineficiência do mercado de valores mobiliários</u>	49
2.2.3	<u>Manias, pânico e crises no mercado de valores mobiliários</u>	57
2.3	A visão instrumental de eficiência	67
2.3.1	<u>A eficiência relativa</u>	67
2.3.2	<u>Eficiência como instrumento de política de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários</u>	69
2.3.3	<u>Eficiência do funcionamento do mercado de valores mobiliários e a escolha do legislador brasileiro na Lei nº 6.385/1976</u>	72
2.4	O dever de informar na companhia	73
2.4.1	<u>O dever de informar dos administradores de companhia</u>	76
2.4.2	<u>O dever de informar de acionistas controladores e com participação relevante</u>	82
2.4.3	<u>O dever de informar da companhia</u>	83
2.5	A divulgação da informação no mercado de valores mobiliários	92
2.5.1	<u>A divulgação da informação no mercado primário</u>	92
2.5.2	<u>A divulgação da informação no mercado secundário</u>	99
2.6	Conclusão parcial: a relação entre o funcionamento eficiente do mercado e o dever de informar da companhia	105
3	A DEFINIÇÃO DE INFORMAÇÃO FALSA OU IMPRECISA	108
3.1	As funções da informação no mercado de valores mobiliários	108
3.1.1	<u>As funções econômicas da informação</u>	108
3.1.2	<u>A função de fiscalização regulatória da informação</u>	112
3.1.3	<u>As funções jurídicas da informação</u>	119
3.2	Os graus de subjetividade da informação divulgada a investidores	125

3.3	A materialidade da informação	134
3.3.1	<u>A materialidade da informação e a decisão de investimento</u>	134
3.3.2	<u>A materialidade da informação no direito brasileiro: a informação relevante</u>	146
3.3.3	<u>A materialidade da informação para fins de responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar</u>	160
3.4	A imprecisão ou falsidade da informação	161
3.4.1	<u>Os conceitos de falsidade e imprecisão da informação divulgada ao mercado</u>	162
3.4.2	<u>A informação objetiva enganosa: a informação falsa e a informação objetiva eivada de imprecisão</u>	166
3.4.3	<u>A informação subjetiva enganosa: a informação subjetiva eivada de imprecisão enganosa</u>	174
3.5	Informação enganosa e consentimento na negociação de valores mobiliários	183
3.6	Conclusão parcial: a informação verdadeira e precisa e o funcionamento eficiente do mercado	191
4	A RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA PELAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS AO MERCADO SOB O PRISMA DA TEORIA ORGANICISTA DA ADMINISTRAÇÃO	194
4.1	Imputação de responsabilidade no contexto societário	194
4.1.1	<u>A prevalência da teoria organicista da administração</u>	195
4.1.2	<u>A responsabilidade civil da companhia e o silêncio da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976</u>	200
4.2	Imputação da responsabilidade civil pelas informações falsas ou imprecisas divulgadas ao mercado a partir da teoria organicista	209
4.2.1	<u>A fonte legal da obrigação da responsabilidade civil da companhia por violação do dever de informar</u>	209
4.2.2	<u>Imputação da responsabilidade civil à companhia</u>	211
4.2.3	<u>Imputação da responsabilidade civil à companhia e aos diretores</u>	217
4.2.4	<u>Imputação de responsabilidade apenas ao diretor</u>	226
4.2.5	<u>Análise em concreto da imputação de responsabilidade civil pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado: algumas considerações</u>	228
4.3	A responsabilidade extracontratual da companhia	231
4.4	Aspectos da antijuridicidade da violação do dever de informar pela companhia e a classificação de sua responsabilidade civil quanto ao seu fundamento: a questão da culpa	235

4.4.1	<u>A cláusula geral de responsabilidade civil subjetiva</u>	237
4.4.2	<u>Não aplicação da responsabilidade civil objetiva por exercício de atividade arriscada</u>	241
4.4.3	<u>Não aplicação da responsabilidade civil objetiva por fato de terceiro</u>	246
4.4.4	<u>Não aplicação da responsabilidade civil objetiva do fornecedor no Código de Defesa do Consumidor</u>	250
4.4.5	<u>Crítica à posição de Modesto Carvalhosa acerca da responsabilidade civil objetiva da companhia</u>	253
4.5	O caráter instrumental da responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários como fator de dissuasão do comportamento ilícito culposos	255
4.5.1	<u>A repressão de ilícitos e a efetividade das normas do mercado de valores mobiliários</u>	256
4.5.2	<u>O fator de dissuasão da responsabilidade civil e a proteção do mercado: a responsabilidade civil como complemento à repressão administrativa</u>	265
4.5.3	<u>A questão da dissuasão ótima em conflitos de acionistas e investidores contra a própria companhia</u>	270
4.6	Conclusão parcial: os limites dogmáticos e consequencialistas à responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar	278
5	EXAME DA RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA ABERTA PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS À LUZ DO FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO MERCADO	281
5.1	A legitimidade ativa do investidor lesado pela conduta da companhia na ação indenizatória	281
5.2	Adaptações necessárias para a transposição das regras do direito norte-americano para o direito brasileiro quanto à extensão da responsabilidade civil da companhia pela violação do seu dever de informar	285
5.3	Contornos do ato ilícito praticado pela companhia em razão da divulgação de informações falsas ou imprecisas	292
5.3.1	<u>A divulgação de informações falsas ou imprecisas como ato ilícito</u>	293
5.3.2	<u>O dever de informar e o funcionamento eficiente do mercado: o dever de diligência como base dos deveres impostos aos participantes do mercado de valores mobiliários</u>	301
5.3.3	<u>Aferição em concreto da culpa da companhia que viola o seu dever de informar: critérios para caracterizar o desvio do padrão de comportamento esperado</u>	309

5.3.4	<u>Diligência, controle da informação e imputação de conhecimento à companhia.....</u>	320
5.4	Critérios para a configuração do nexu causal	323
5.4.1	<u>Nexo causal e concausas na oscilação de preços de valores mobiliários</u>	323
5.4.2	<u>A impossibilidade de presunção de nexu causal</u>	330
5.4.3	<u>Critérios para demonstração (ou afastamento) do nexu causal: o método dos estudos de evento (<i>event studies</i>)</u>	335
5.5	O dano patrimonial e a sua quantificação	340
5.5.1	<u>O dano emergente: demonstração a partir do decréscimo patrimonial do investidor</u>	341
5.5.2	<u>A questão dos lucros cessantes</u>	347
5.5.3	<u>Extensão do dano patrimonial e a forma de sua delimitação</u>	352
5.6	Panorama da jurisprudência brasileira sobre a responsabilidade civil da companhia por informações imprecisas ou falsas divulgadas ao mercado	354
5.6.1	<u>Decisões relevantes sobre a responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas</u>	356
5.6.2	<u>Comparação entre decisões brasileiras e norte-americanas a respeito da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas</u>	371
5.7	Considerações finais sobre os parâmetros da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado	378
6	CONCLUSÃO	381
	REFERÊNCIAS	386

1 INTRODUÇÃO

A tese almeja investigar a responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas a investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. Trata-se de assunto ainda incipiente na doutrina brasileira e abordado em poucas decisões judiciais e da CVM, mas que possui grande relevância, em função de sua estreita ligação com o regime de divulgação obrigatória de informações ao qual estão sujeitas as companhias abertas e o objetivo do legislador de assegurar o citado funcionamento eficiente.

Nos Estados Unidos da América, onde o tema foi objeto de normas específicas e diversas decisões judiciais, a legislação impôs às companhias abertas – a partir do marco normativo estabelecido pela Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*) e Lei de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act*) – a obrigação de divulgar informações ao mercado e estabeleceu a responsabilidade civil por emissões fraudulentas e pela divulgação de informações enganosas.

No direito brasileiro, a Lei nº 6.385/1976 também determinou a divulgação de informações como requisito do registro de ofertas públicas de valores mobiliários (artigo 19, § 5º, II, e § 6º) e do registro de companhia aberta (artigo 21, § 6º, II, e artigo 22, § 1º, I), mas, ao contrário do direito norte-americano, não dispôs especificamente sobre a responsabilidade civil das companhias abertas por falhas na divulgação de informações aos investidores.

Não obstante, a lei brasileira atribuiu à CVM e ao CMN o dever de assegurar o funcionamento eficiente do mercado (artigo 4º, II e III, da Lei nº 6.385/1976), de modo que o estudo da responsabilidade civil da companhia aberta por falhas informacionais deve ser realizado à luz desse objetivo.

A tese se dedica exclusivamente à companhia aberta, isto é, aquelas cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (artigo 4º, *caput*, da Lei nº 6.404/1976). Desse modo, em função dessa limitação de escopo, o trabalho utilizará o termo “companhia” para designar apenas a companhia aberta. Quando necessário distingui-la da fechada, o texto utilizará o termo completo, a exemplo do que faz a Lei nº 6.404/1976.

Por questão de corte temático, a pesquisa se limitará à responsabilidade civil e abordará a responsabilidade administrativa apenas de forma auxiliar e instrumental ao tema central do estudo. Da mesma forma, a tese não analisará a responsabilidade de outros agentes, como os demais emissores de valores mobiliários, intermediários, analistas e consultores de valores mobiliários e auditores independentes, que somente será endereçada quando o seu

exame for necessário para a melhor compreensão da responsabilidade civil da companhia aberta. Adicionalmente, a responsabilidade civil dos administradores e acionistas controladores será estudada apenas como forma de delimitar, com precisão, a responsabilidade civil da companhia.

O tema se justifica pela importância que o mercado de valores mobiliários possui como forma de viabilizar a intermediação financeira complexa, necessária ao desenvolvimento econômico, cujo funcionamento depende da confiança do público investidor na higidez das instituições e mecanismos de negociação. A confiança do público investidor é tutelada pelo regime de divulgação obrigatória de informações, que é elemento necessário para a existência de um mercado de valores mobiliários sólido e deve ser complementado por normas que responsabilizem as companhias abertas pelas falhas na divulgação de informações.

A hipótese principal a ser analisada ao longo da tese é de que as companhias abertas, como emissoras de valores mobiliários, podem ser responsabilizadas civilmente, em determinadas circunstâncias, pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. Essa responsabilização seria necessária para assegurar o funcionamento eficiente do mercado, elencado como um dos objetivos das normas do mercado de valores mobiliários e que pressupõe a divulgação de informações verdadeiras, precisas e claras pelos emissores de valores mobiliários.

Na literatura econômica, o mercado eficiente é definido como aquele no qual as informações públicas sobre um valor mobiliário são incorporadas de forma imediata em seu preço de negociação, que se aproxima do valor intrínseco do ativo. Sob esse aspecto, a divulgação de informações precisas e completas ao mercado é essencial, pois é pressuposto da correta precificação dos ativos negociados publicamente entre investidores.

Por outro lado, a eficiência do mercado tem sido contestada por teorias que buscam evidenciar os limites da racionalidade econômica dos investidores e da sua capacidade de processar todas as informações à sua disposição. As crises recorrentes do mercado fornecem comprovação empírica de que investidores nem sempre agem de forma racional. Desse modo, é necessário que o conceito de funcionamento eficiente seja encarado de forma relativa, sendo a divulgação de informações um dos mecanismos para assegurar a criação de condições de eficiência no mercado.

Nesse contexto, no caso de descumprimento do seu dever de informar, as companhias abertas devem ser responsabilizadas civilmente para garantir a efetividade das regras de

divulgação obrigatória, preenchendo-se as lacunas das Leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976 com as regras do regime geral de responsabilidade civil subjetiva do Código Civil.

No entanto, para que haja responsabilização civil da companhia, é necessário examinar se o ato de divulgação irregular lhe é imputável, o que deve ser feito a partir dos pressupostos da teoria organicista. Ademais, em observância aos critérios do regime geral da responsabilidade civil subjetiva, é necessário comprovar a existência de culpa, nexo causal e dano efetivo, conforme requisitos dos artigos 186 e 927, *caput*, do Código Civil.

O tema da tese relaciona-se com a linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas do Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, na medida em que trata da responsabilidade civil da companhia aberta, que exerce a empresa, e da emissão e negociação de valores mobiliários, que constituem atividades econômicas.

A pesquisa terá como espinha dorsal a definição dos elementos de responsabilidade civil da companhia aberta pela violação do seu dever de informar, levando-se em consideração o ambiente institucional, o quadro regulatório e a lógica econômica do mercado de valores mobiliários, tudo isso à luz do funcionamento eficiente do mercado.

Nesse contexto, a tese terá como objetivos específicos:

(a) Estabelecer o significado de funcionamento eficiente do mercado, com base na hipótese do mercado eficiente, assim como suas antíteses, ponderações e limitações teóricas, e sua associação com o dever legal de informar da companhia aberta.

(b) Explorar e definir os conceitos de materialidade, falsidade e imprecisão da informação, a partir da ideia de funcionamento eficiente do mercado e do conceito de relevância da informação para fins do artigo 155, § 4º, e artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, artigo 22, § 1º, VI, da Lei nº 6.385/1976, bem como das normas da CVM.

(c) Identificar a pessoa responsável pela obrigação de indenizar investidores por eventuais danos causados com a divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado, delineando as hipóteses de imputação da responsabilidade civil diretamente à companhia aberta, sob o prisma da teoria organicista, assim como explorar a natureza dessa responsabilidade para perscrutar os seus requisitos.

(d) Propor parâmetros para a definição dos elementos da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado (ato ilícito, nexo causal e dano) que sejam consistentes com a promoção do funcionamento eficiente do mercado.

Para alcançar os objetivos propostos, a tese se dividirá em 4 (quatro) seções.

A primeira seção analisará o dever de informar da companhia e investigará o significado de funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. A definição do funcionamento eficiente será feita a partir das principais teorias econômicas acerca da eficiência do mercado, especialmente aquela que se convencionou chamar “hipótese do mercado eficiente”, bem como as teorias que buscaram refutá-la.

A segunda seção se dedicará ao estudo da informação enganosa, que pode ser falsa ou imprecisa. A conceituação deste termo e a classificação de suas diversas formas será feita com base no exame das funções da informação e dos casos julgados pela CVM e por tribunais norte-americanos acerca de violações do dever de informar por companhias abertas e emissores de valores mobiliários.

A terceira seção se debruçará sobre os critérios de imputação da responsabilidade civil à companhia aberta a partir da teoria organicista da administração, que oferece o melhor aparato normativo e teórico para delimitar as hipóteses em que a pessoa jurídica responde, perante terceiros, pelos atos de seus administradores. A terceira seção também abordará a questão da dissuasão ótima da responsabilidade civil da companhia aberta, na medida em que se proporá que o tema deve ser tratado sob a perspectiva consequencialista, enxergando-se a responsabilização como meio para a implementação de objetivos traçados pelo legislador por meio da Lei nº 6.385/1976.

Por fim, a quarta seção será voltada ao estudo do exame dos elementos da responsabilidade civil da companhia aberta por violação do seu dever de informar, isto é, o ato ilícito, nexos causal e o dano. Além disso, também serão examinadas algumas decisões judiciais brasileiras relevantes sobre o tema, que poderão dar indicações sobre a possível jurisprudência que poderá se formar em torno desta questão nos próximos anos.

A tese utilizará como marco teórico referências bibliográficas que analisaram a hipótese do mercado eficiente, tendo como exemplo o artigo de Eugene Fama publicado em 1991, intitulado “*Efficient capital markets: IP*”, no qual o economista reafirma a validade empírica da hipótese do mercado eficiente, já abordada em seus artigos de 1965 e 1969¹, e alia a hipótese a um modelo de precificação de ativos. Com relação aos estudos de Ronald J. Gilson e Reinier H. Kraakman, será adotado como marco teórico o primeiro artigo dos autores sobre os mecanismos de eficiência do mercado, no qual eles associaram a hipótese do mercado eficiente aos mecanismos de redução dos custos da informação que o mercado de

¹ Intitulados “*The Behavior of Stock-Market Prices*” e “*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*”, respectivamente.

valores mobiliários possui². As contestações à hipótese do mercado eficiente serão abordadas a partir dos estudos desenvolvidos por Lynn Stout³ e Robert Shiller⁴.

Para a análise do quadro normativo nacional, serão adotados como marcos teóricos: (i) a obra de Luiz Gastão Paes de Barros Leães sobre o mercado de valores mobiliários e *insider trading* (que, apesar do título, possui um alcance temático mais amplo do que apenas a negociação com informação privilegiada não divulgada ao mercado, tratando também de ilícitos associados à divulgação de informação enganosa)⁵; e (ii) as obras de André Pitta e Fernando Mota⁶, que estudam com detalhes as normas de divulgação obrigatória de informações aplicáveis às companhias abertas, tangenciando a questão da sua responsabilidade quando estas normas são descumpridas.

Quanto à questão da dissuasão ótima, a tese utilizará como base os trabalhos de Guilherme Setoguti J. Pereira acerca da efetividade da tutela indenizatória no direito societário e no mercado de valores mobiliários e de Nelson Rosenvald, sobre as funções da responsabilidade civil⁷.

O método científico para a análise de resultados será o dedutivo, a partir de pesquisa documental, doutrinária e jurisprudencial, estabelecendo-se conclusões quanto ao objeto do estudo a partir das premissas acerca do funcionamento eficiente do mercado e das regras de imputação de responsabilidade civil.

A interpretação e aplicação das normas jurídicas serão encaradas a partir de perspectiva precipuamente consequencialista, adotando-se a visão de que o direito é instrumento para a consecução de políticas públicas eleitas pelo legislador ou pelo constituinte como desejáveis. Nesse sentido, a tese buscará validar a premissa de que a responsabilidade civil deve ser enxergada como instrumento de repressão a condutas que tenham como resultado a distorção do funcionamento eficiente do mercado.

² Trata-se do artigo com título “*The mechanisms of market efficiency*”, publicado em 1984.

³ Principalmente o artigo “*The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance*”, publicado em 1997.

⁴ Será utilizado o livro do autor intitulado “*Irrational Exuberance*”.

⁵ Trata-se da obra “Mercado de capitais e ‘insider trading’”, publicado em 1982.

⁶ Intituladas “O regime de informação das companhias abertas” e “O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta”, respectivamente.

⁷ Trabalhos publicados sob os títulos “Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais” e “As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil”, respectivamente.

2 O FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O DEVER DE INFORMAR DA COMPANHIA ABERTA

No mercado de valores mobiliários, preço e valor são conceitos distintos. Enquanto o preço é definido pelas forças da oferta e da procura, o valor está relacionado às características intrínsecas do ativo transacionado⁸. No direito societário, por exemplo, é conhecida a diferença entre o valor nominal das ações, valor fixo que o estatuto social pode atribuir às ações da companhia⁹, e o preço de emissão de novas ações em aumento de capital, determinado com base em critérios de avaliação¹⁰. No mercado de valores mobiliários, também é possível identificar diferença entre preço e valor das ações, embora ela se manifeste de forma diferente: o preço de cotação das ações é formado pela negociação entre investidores, enquanto o valor intrínseco da ação diz respeito ao seu valor econômico fundamental, definido a partir de algum método de avaliação¹¹.

No direito societário, a Lei nº 6.404/1976 estabelece critérios normativos para a determinação do valor nominal e do preço de emissão, ao passo que não há, na Lei nº 6.385/1976, critérios normativos que busquem conformar a formação dos preços de cotação ou de determinação do valor intrínseco das atividades de um emissor de valores mobiliários. Esses valores são determinados, portanto, por processos e negócios de mercado.

Nesse sentido, uma das perguntas sobre a qual economistas e juristas já se debruçaram no estudo do funcionamento do mercado de valores mobiliários refere-se à forma como ocorre o processo de formação dos preços de valores mobiliários. Essa é questão em comum em muitas das discussões travadas ao longo do presente estudo. Em termos simples, a resposta a que se chega é a seguinte: investidores utilizam informações sobre os ativos negociados para atribuir-lhes o preço que, na sua avaliação, mais se aproxima do seu valor. A forma pela qual

⁸ ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 9, p. 62-88, 2000. p. 65.

⁹ Conforme artigo 11 da Lei nº 6.404/1976: “Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal”.

¹⁰ Artigo 170, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

¹¹ Em vários dispositivos da Lei nº 6.404/1976 há menções a formas de avaliação das ações. Por exemplo, o artigo 4º, § 4º, estabelece critérios para determinar o preço justo das ações para fins de oferta pública de aquisição de cancelamento do registro de companhia aberta: critérios de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários. O próprio artigo 170, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, já mencionado anteriormente, estabelece três critérios de avaliação para determinação do preço de emissão das ações em aumento de capital: “Art. 170. [...] § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado”.

essas informações são processadas e interpretadas pelos investidores, no entanto, tem sido tema de intensos debates.

O ato de investir envolve, essencialmente, um exercício de probabilidade. A partir das informações que lhe são disponibilizadas, o investidor busca antecipar-se a eventos futuros e assume, inevitavelmente, o risco de que sua previsão não se concretize¹².

O risco e a incerteza são inerentes às projeções. A incapacidade do investidor de antecipar-se a eventos incertos faz com que o valor intrínseco de um valor mobiliário não seja necessariamente igual ao seu preço.

Em um hipotético mundo perfeitamente competitivo e livre de incertezas, os preços seriam perfeitamente arbitrados e as oportunidades de lucro não existiriam. No mundo real, onde a incerteza é inevitável e a concorrência perfeita é um fator mais teórico do que prático, o preço e o valor de um bem tendem a aproximar-se, mas somente serão iguais em situações muito raras. O lucro, extraído da diferença entre preço e valor, está diretamente ligado à dificuldade dos agentes econômicos de se anteciparem a eventos incertos¹³.

Assim, a decisão econômica, pautada essencialmente na opinião, sempre incorpora algum juízo sobre fatos que estão sujeitos à percepção humana e, sendo formada com base na razão, é naturalmente preditiva e suscetível ao erro¹⁴. É o erro causado pela incerteza não mensurável que cria oportunidades de lucro ao impedir que agentes econômicos se antecipem a todas as possíveis contingências¹⁵.

Nesse contexto, o funcionamento eficiente do mercado está associado a um conjunto de circunstâncias no qual o agente econômico está menos suscetível ao erro. Condições de maior eficiência (ou menor ineficiência) no mercado de valores mobiliários permitem que o investidor cometa menos erros na sua tomada de decisão, fazendo com que o preço e o valor dos ativos negociados se aproximem. Condições de menor eficiência (ou maior ineficiência) fazem com que o investidor erre mais, causando o distanciamento entre o preço e o valor dos ativos negociados no mercado.

A eficiência, no entanto, não pode ser encarada de um ponto de vista estritamente econômico, ignorando-se o seu conteúdo normativo. Na análise jurídica do funcionamento eficiente do mercado, é preciso afastar determinismos econômicos, buscando a aplicação das

¹² “[O investidor] trabalha com a mesma matéria, os mesmos fatos, a mesma realidade, as mesmas probabilidades apresentadas a seus semelhantes. É a capacidade de apanhar e diferenciar os elementos relevantes, equacioná-los e projetar o futuro dentro de uma lógica que efetivamente o antecipe, que determina o êxito de uma escolha, sempre envolta em risco” (ADIERS, Leandro Bittencourt. Op. cit. p. 70).

¹³ KNIGHT, Frank. **Risk, uncertainty and profit**. Nova York: Sentry Pess, 1964. p. 19.

¹⁴ Ibidem. p. 199-203.

¹⁵ Ibidem. p. 231-232.

normas em conformidade com os objetivos de política pública que lhe são subjacentes¹⁶. Quanto a isso, o legislador brasileiro definiu de forma clara a finalidade do funcionamento eficiente do mercado na exposição de motivos da Lei nº 6.385/1976: “fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais” e propiciar “a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas”¹⁷.

A presente seção tem como objetivo examinar as principais teorias que buscam explicar a forma pela qual um mercado eficiente funciona, bem como as situações nas quais o mercado pode funcionar de forma ineficiente. Ao final, espera-se demonstrar que o funcionamento eficiente ou ineficiente do mercado de valores mobiliários depende, em alguma medida, da quantidade e da qualidade das informações disponíveis aos investidores e que o funcionamento eficiente se relaciona com o dever de informar da própria companhia.

2.1 O funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários

Esta seção, que se dedica ao funcionamento eficiente do mercado, será dividida em três partes: (i) em primeiro lugar, será necessário explicar o funcionamento do mercado, que existe como mecanismo sofisticado de intermediação financeira, capaz de conciliar necessidades distintas de agentes superavitários e deficitários; (ii) posteriormente, o funcionamento eficiente do mercado será estudado com base nos pressupostos da “hipótese do mercado eficiente”; e (iii) por fim, os mecanismos da eficiência serão expostos para demonstrar como o funcionamento eficiente é operacionalizado na prática.

2.1.1 O funcionamento do mercado

O mercado de valores mobiliários, em conjunto com os mercados de crédito, monetário e cambial, compõe o sistema financeiro, pelo qual se opera a transformação da poupança em investimento¹⁸⁻¹⁹. Os instrumentos financeiros de intermediação são essenciais

¹⁶ “Em uma frase: tal como toda a ordem jurídica, o direito comercial, especialmente em sua dimensão exógena, aí está para subjugar os determinismos econômicos e implementar políticas públicas – outras além do mero apoio ao desempenho das atividades econômicas privadas. A função do direito comercial ata-se à implementação de políticas públicas não se esgota na busca do incremento do tráfico, desdobrando-se também na determinação do papel que o mercado desempenhará na alocação dos recursos em sociedade” (FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 20).

¹⁷ BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislaca/o/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em 16 de setembro de 2021. p. 1.

¹⁸ O processo poupança-investimento ocorre por meio da abstenção de consumo presente em troca de consumo futuro, utilizando-se os recursos não consumidos de forma imediata para investimento em estoque de capital real,

para o desenvolvimento de uma economia. O mais básico deles, a moeda, permite que uma sociedade substitua a economia de escambo por um sistema de trocas intermediadas por um ativo homogêneo e divisível, eliminando o problema da dupla coincidência de necessidades²⁰.

É esse sistema de trocas viabilizado pelo uso da moeda – que, em sua evolução passa a funcionar não só como instrumento de troca, mas também como unidade de conta –, que, conjuntamente com a divisão do trabalho e a especialização, permite a produção de excedente, a formação de poupança e o investimento em bens de capital²².

À medida que uma economia se desenvolve, a moeda torna-se insuficiente como único instrumento de troca. Outras formas de intermediação financeira devem surgir para permitir a realização de empreendimentos de grande escala, que necessitam de grande volume de capital²³. A alocação de capital em empreendimentos de grande escala demanda a existência de instrumentos capazes de intermediar a alocação de capitais em atividades econômicas. Essa intermediação é necessária porque, em uma economia moderna, “a poupança e o investimento são geralmente realizados por pessoas diferentes, que obedecem a razões diversas”²⁴.

Nesse contexto, o mercado de valores mobiliários surge como um dos meios responsáveis por viabilizar a intermediação financeira entre agentes superavitários (poupadores, que dispõem de recursos excedentes) e agentes deficitários (investidores, que

isto é, em meios de produção. “Quando um país desvia recursos da produção ou compra de bens de consumo para a produção de bens de capital, ele está poupando e investindo. Está aumentando o estoque de capital: capital real e não financeiro, capital no sentido de instrumentos de produção, utilizados pelo homem, ou da própria qualificação do homem para produzir; capital no sentido de um bem, que não se destina ao consumo imediato, que não satisfaz diretamente necessidades humanas, mas que serve para produzir outros bens e serviços exigidos pela comunidade” (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. **Introdução ao mercado de ações**. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1983. p. 23).

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 7.

²⁰ Em uma economia de escambo, uma pessoa que queira vender nozes e comprar maçãs terá de encontrar alguém que esteja disposto a vender maçãs e comprar nozes nas mesmas quantidades desejadas. Assim, é necessário haver uma dupla coincidência de vontades (SAMUELSON, Paul A. **Introdução à análise econômica**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Agir, 1963. p. 75-77).

²¹ O primeiro tipo de moeda foi a moeda-mercadoria, que eram bens passíveis de serem utilizados como meio de troca em função de suas características (como homogeneidade e divisibilidade). Utilizava-se, por exemplo, sal, conchas do mar, vinho, metais e até bois como instrumentos de troca (NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: introdução ao direito econômico**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000. p. 48-49).

²² SAMUELSON, Paul A. **Introdução à análise...** Op. cit. p. 82-84.

²³ “A própria origem das sociedades anônimas mostra que o mercado de ações nasceu quando o mercado de crédito deixou de ser suficiente para garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas, especialmente em termos de prazo e custo, para a atividade produtiva. À medida que a economia cresce, não bastam pequenas unidades produtoras para dar conta da produção de alguns bens e serviços requeridos pela comunidade. Algumas atividades só são economicamente viáveis em grande escala” (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. Op. cit. p. 79-80).

²⁴ SAMUELSON, Paul A. **Introdução à análise econômica...** p. 362.

precisam de recursos para desenvolver sua empresa), viabilizando a alocação de capitais em empreendimentos conduzidos por empresários²⁵.

A existência de um sistema financeiro sólido é importante para o desenvolvimento econômico de um país, pois: (i) contribui para a expansão da poupança ao disponibilizar instrumentos para o seu investimento; e (ii) confere eficiência à transformação de poupança em capital produtivo²⁶.

A intermediação financeira instrumentalizada pelo mercado de valores mobiliários diferencia-se de outras formas de intermediação financeira, como a intermediação de crédito²⁷, pela sua sofisticação. Em um mercado financeiro incipiente, a intermediação financeira ocorre pela emissão de obrigações primárias, isto é, emitidas diretamente pelos tomadores últimos de recursos²⁸.

No entanto, na medida em que o mercado se desenvolve, há um natural desencontro entre as exigências de poupadores e as necessidades de tomadores de recursos com relação a “prazo, volumes, taxas de retorno e grau de risco”²⁹.

Para compatibilizar as necessidades divergentes, a atividade dos intermediadores financeiros se sofisticava e os agentes, a partir de obrigações indiretas emitidas contra si mesmos, tomam recursos de poupadores no mercado. Em troca, oferecem-lhe um amplo espectro de títulos com diferentes características, de modo a canalizar poupança “para os tomadores últimos em volumes e prazos adequados às suas necessidades”³⁰.

A intermediação financeira deixa, então, de ser uma atividade de mera aproximação entre agentes superavitários e deficitários para tornar-se uma verdadeira engenharia financeira que, ao oferecer opções tanto a poupadores como a empreendedores, viabiliza o fluxo e a alocação eficiente de recursos escassos (capital).

O mercado de valores mobiliários, portanto, apresenta-se como mecanismo complexo que tem a função de viabilizar a alocação eficiente da poupança em atividades produtivas, compatibilizando, por meio de títulos financeiros diversos, as expectativas de investidores quanto ao retorno e ao risco de suas aplicações e as necessidades dos empreendedores quanto ao custo e ao prazo do financiamento de suas atividades.

²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 2.

²⁶ Ibidem. p. 4.

²⁷ “A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos disponíveis – os superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes econômicos que deles necessitam, os deficitários” (Ibidem. p. 2).

²⁸ COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. Op. cit. p. 29.

²⁹ Ibidem. p. 29.

³⁰ Ibidem. p. 30.

Esse mecanismo funciona por meio da atuação de diversos participantes do mercado que cumprem papéis distintos, mas complementares, como os próprios emissores de valores mobiliários (*e.g.* companhias abertas e fundos de investimento), as instituições financeiras, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado, as sociedades e os agentes autônomos de investimento, os administradores de carteira de investimentos, as instituições de custódia de valores mobiliários, os consultores e analistas de valores mobiliários e as sociedades de auditoria independente.

Diz-se que os papéis dos participantes são complementares porque cada um, no seu respectivo campo de atuação, cumpre uma função que visa a garantir que o mercado funcionará para a promoção da alocação de capitais de forma adequada³¹. O ambiente institucional é um dos principais fatores que impactam o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários³², além da disponibilidade de poupança que pode ser orientada para o mercado e de empresários que necessitam de capital para seus empreendimentos.

Como será visto ao longo desta tese, um dos objetivos principais das normas e das instituições que regem e supervisionam o mercado de valores mobiliários é garantir a disponibilidade de informações sobre os investimentos ofertados publicamente aos investidores³³.

³¹ Os participantes do mercado, embora ajam em interesse próprio, buscando o lucro por meio de suas comissões, taxas e remunerações, cumprem um importante papel na manutenção da hígidez do mercado, verificando informações divulgadas ao mercado, realizando análises sobre emissores e valores mobiliários, reduzindo custos de transações e de outras formas. Por esse motivo, os agentes são muitas vezes chamados de *gatekeepers*, entendidos como “indivíduos ou instituições dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (a exemplo das instituições distribuidoras, das instituições intermediárias, dos analistas de valores mobiliários, dos auditores independentes das agências de rating e dos advogados) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme à lei” (HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 68-69).

³² Bernard S. Black, em famoso trabalho sobre as condições necessárias para a construção de um mercado de valores mobiliários sólido, defende que as leis e instituições de um país que deseje desenvolver o seu mercado deve garantir a investidores minoritários (i) informações de qualidade sobre os emissores e (ii) confiança de que os controladores não serão capazes de trapaceá-los utilizando formas de extração de benefícios privados de seu controle (BLACK, Bernard S. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. **UCLA Law Review**, Los Angeles, v. 48, p. 781-855, 2001. p. 783).

³³ “[A] conscientização do empresário em torno das vantagens de abrir seu capital e dos deveres que assume ao entrar no mercado de ações; a existência de um volume de poupanças que possa ser orientado para esse mercado, suficiente para dar liquidez aos papéis negociados e garantir o suprimento de capital por parte da empresa; a existência de instituições e instrumentos operacionais capazes de criar as condições adequadas para o desenvolvimento das negociações e um Sistema de informações que garanta a clareza destas mesmas fornecidas ao mercado, a revelação imediata dos fatos relevantes que possam alterar substancialmente o valor atual ou

A regulação do mercado de valores mobiliários deve garantir a existência de instituições e instrumentos capazes de permitir que o mercado cumpra a sua função alocativa de forma eficiente. É isso que determina o artigo 4º, II e III, da Lei nº 6.385/1976, ao dispor sobre a finalidade da atuação do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários:

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

[...]

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

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

A eficiência mencionada no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 pode ser entendida pelos vieses funcional e alocativo: a eficiência funcional estaria relacionada à capacidade do mercado de liquidar os valores mobiliários, enquanto a eficiência alocativa estaria associada à capacidade de o mercado garantir a melhor alocação de recursos³⁴. Seguindo essa definição, este trabalho preocupa-se com a eficiência alocativa, pois é essa eficiência que será influenciada pelas normas regulatórias e pelo ambiente institucional do mercado de valores mobiliários.

O funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários não é objetivo apenas da Lei nº 6.385/1976. A Lei nº 6.404/1976, que rege as sociedades por ações, tem, dentre seus objetivos, a busca de eficiência no funcionamento do mercado. Nesse sentido, a exposição de motivos da Lei nº 6.385/1976 deixou claro que a nova legislação, assim como o projeto de lei das sociedades por ações, tinha o objetivo de assegurar o funcionamento eficiente do mercado³⁵:

O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.

future das ações e a periodicidade e fidelidade dos dados básicos fornecidos ao mercado sobre as empresas” (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. Op. cit. p. 85).

³⁴ CERZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 118.

³⁵ BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976...** Op. cit. p. 1.

É natural que a Lei nº 6.404/1976 vise a assegurar a eficiência do mercado de valores mobiliários, muito embora o seu objeto seja o funcionamento das sociedades anônimas. Como ressaltado por Bernard S. Black, o desenvolvimento do mercado de capitais depende de regras que assegurem transparência no mercado e protejam investidores minoritários contra abusos de controladores e administradores³⁶. Enquanto a Lei nº 6.385/1976 assegura essa transparência no mercado, a Lei nº 6.404/1976 estabelece mecanismos de proteção ao acionista minoritário.

Parece claro que o funcionamento eficiente do mercado é um dos objetivos do direito do mercado de valores mobiliários. Não obstante, dizer que a regulação deve garantir o funcionamento eficiente do mercado não é o suficiente. A eficiência é um conceito aberto, que deve ser preenchido em cada situação específica. Ainda que se restrinja o conceito de eficiência ao seu viés alocativo – o que se reputa adequado para os fins deste trabalho –, deve-se esclarecer de que forma e por quais meios a alocação eficiente ocorre.

Portanto, para fins de formulação, interpretação e aplicação de regras que sejam compatíveis com o objetivo de promover o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, é necessário que se conceitue e qualifique a eficiência, demonstrando-se por quais meios e mecanismos ela se manifesta na prática.

2.1.2 Eficiência do mercado de valores mobiliários: a hipótese do mercado eficiente

A questão sobre a eficiência do mercado não é trivial. Para que seja utilizada como instrumento na aplicação de leis e na implementação de políticas públicas, a eficiência deve ser devidamente qualificada e conceituada, sob pena de ser utilizada como mero instrumento de retórica.

Como primeiro passo para qualificar o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, é preciso esclarecer que a análise aqui pretendida foi feita a partir da premissa de que o mercado funciona com base no sistema de preços competitivo e descentralizado, tal qual aquele descrito por Friedrich Hayek em seu famoso trabalho sobre a função informacional do sistema de preços³⁷.

A principal razão para se perscrutar o significado de eficiência em um contexto de livre mercado é o fato de que o capitalismo foi adotado como o sistema econômico

³⁶ BLACK, Bernard S. **The Legal and Institutional...** Op. cit. p. 783.

³⁷ HAYEK, Friedrich A. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 35, p. 519-530, 1945. p. 525-526.

estabelecido pela CRFB/1988³⁸, ao elencar a livre concorrência e a livre iniciativa como valores da ordem econômica em seu artigo 170, IV e parágrafo único, respectivamente.

Em um mercado livre, a alocação de recursos escassos não é determinada por uma entidade central, mas sim pelas decisões de várias pessoas que usam o preço como referência para sua tomada de decisão³⁹. Além de ser o produto de decisões descentralizadas de várias pessoas que detêm informações dispersas, o preço é também uma variável na tomada de decisão individual e, portanto, comunica informação na forma sintetizada⁴⁰.

Uma das primeiras e mais relevantes tentativas de qualificar a eficiência do mercado de valores mobiliários foi realizada por Eugene Fama, que formulou a hipótese do mercado de capitais eficiente a partir de estudos empíricos acerca do impacto de informações na formação de preços de ativos negociados publicamente.

Em seus estudos, Eugene Fama buscou analisar a premissa de que o principal objetivo do mercado de capitais seria promover a alocação da propriedade do capital. Para que essa finalidade fosse alcançada, os preços dos ativos em negociação deveriam dar indicações seguras de alocação de recursos e incorporar as informações públicas a respeito do ativo em questão⁴¹.

Os primeiros estudos de Eugene Fama acerca do funcionamento do mercado foram objeto de artigo publicado em 1965, no qual o economista analisou a validade empírica de duas hipóteses, populares à época, que buscavam explicar as oscilações dos preços no

³⁸ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 15. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012. p. 304-305.

³⁹ “Fundamentally, in a system where the knowledge of the relevant facts is dispersed among many people, prices can act to coordinate the separate actions of different people in the same way as subjective values help the individual to coordinate the parts of his plan” (HAYEK, Friedrich A. **The Use of Knowledge...** Op. cit. p. 526). Tradução livre: “Fundamentalmente, em um sistema em que o conhecimento de fatos relevantes é disperso entre várias pessoas, preços podem funcionar para coordenar as ações separadas de pessoas distintas do mesmo jeito que valores subjetivos ajudam o indivíduo a coordenar os seus planos”.

⁴⁰ “We must look at the price system as such a mechanism for communicating information if we want to understand its real function – a function which, of course, it fulfills less perfectly as prices grow more rigid (Even when quoted prices have become quite rigid, however, the forces which would operate through changes in price still operate to a considerable extent through changes in the other terms of the contract). The most significant fact about this system is the economy of knowledge with which it operates, or how little the individual participants need to know in order to be able to take the right action. In abbreviated form, by a kind of symbol, only the most essential information is passed on, and passed on only to those concerned” (Ibidem. p. 526-527). Tradução livre: “Nós devemos olhar para o sistema de preços como um mecanismo para comunicar informações se quisermos entender a sua real função – uma função que, é claro, é cumprida com menos perfeição conforme os preços ficam mais rígidos (mesmo quando preços se tornam rígidos, no entanto, as forças que operariam por meio de mudanças de preço ainda operam em considerável medida por meio de mudanças nos outros termos contratuais). O fato mais significativo sobre este sistema é a economia do conhecimento com a qual ele opera, ou o quão pequeno é o conhecimento que os participantes individuais precisam ter para tomar as decisões corretas. De forma abreviada, por um tipo de símbolo, apenas as informações mais essenciais são transmitidas, e são transmitidas apenas aos que têm interesse”.

⁴¹ FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Nova York, v. 25, p. 383-417, 1969. p. 383.

mercado de valores mobiliários. De um lado estavam as teorias dos grafistas (*chartist theories*), que defendiam que os movimentos de preços se repetiam e, portanto, as oscilações de preços no passado indicariam o comportamento dos preços no futuro. Do outro lado estava a teoria do passeio aleatório (*theory of random walks*), que pregava que o comportamento passado dos preços não seria capaz de dar nenhuma indicação sobre o seu comportamento futuro⁴².

Eugene Fama constatou que as evidências empíricas da teoria do passeio aleatório eram mais robustas do que as evidências das teorias dos grafistas⁴³ e concluiu que a primeira estaria fundamentada em duas premissas básicas: (i) mudanças de preços sucessivas são independentes entre si; e (ii) mudanças de preço conformam-se a alguma distribuição de probabilidade⁴⁴.

A independência das variações de preços, segundo as conclusões do autor, poderia ser resultado da atuação de investidores sofisticados capazes de influenciar a formação do preço de valores mobiliários⁴⁵. A análise empírica da independência das oscilações de preço e da conformação dessas variações a alguma distribuição de probabilidade daria suporte à tese de que, em um mercado eficiente, o preço de ativos seria consistente com o valor intrínseco do ativo em questão⁴⁶.

Os estudos iniciais de Eugene Fama foram reflexo do embate entre as teorias existentes à época, em que se opunham teorias grafistas, que defendiam que as variações de preços se repetiam ao longo do tempo e, portanto, seguiam tendências cíclicas, e teorias

⁴² Idem. The Behavior of Stock-Market Prices. **The Journal of Business**, Chicago, v. 38, p. 34-105, 1965. p. 34.

⁴³ “The main conclusion [of this paper] will be that the data seem to present consistent and strong support for the [random-walk] model. This implies, of course, that chart reading, though perhaps an interesting pastime, is of no real value to the stock market investor” (Ibidem. p. 34). Tradução livre: “A principal conclusão [deste artigo] será de que os dados parecem apresentar suporte consistente e forte para o modelo [do passeio aleatório]. Isso implica, obviamente, que a leitura de gráficos, embora possa ser um passatempo divertido, não possui valor nenhum para o investidor do mercado de ações”.

⁴⁴ Ibidem. p. 35.

⁴⁵ “We also saw that two factors that could possibly contribute toward establishing independence are (1) the existence of many sophisticated chart readers actively competing with each other to take advantage of any dependencies in series of price changes, and (2) the existence of sophisticated analysts where sophistication implies an ability both to predict better the occurrence of economic and political events which have a bearing on prices and to evaluate the eventual effects of such events on prices” (Ibidem. p. 90). Tradução livre: “Nós também vimos que dois fatores que poderiam possivelmente contribuir para estabelecer independência são (1) a existência de muitos analistas de gráficos sofisticados, ativamente competindo um com o outro para tomar vantagem de qualquer dependência em uma série de mudanças de preços, e (2) a existência de analistas sofisticados, onde a sofisticação significa uma habilidade tanto de prever melhor a ocorrência de eventos políticos e econômicos que tenham efeitos nos preços e para avaliar os eventuais efeitos de tais eventos nos preços”.

⁴⁶ Ibidem. p. 94.

fundamentalistas, que defendiam a ideia de que variações de preços estavam relacionadas ao valor intrínseco dos valores mobiliários⁴⁷.

Além de Eugene Fama, outro proeminente economista, Paul Samuelson, alinhou-se às teorias fundamentalistas em um artigo publicado em 1965, no qual buscou demonstrar que preços futuros flutuariam de forma aleatória⁴⁸. Em seus estudos, Paul Samuelson partiu de premissas similares às do modelo teórico de Eugene Fama, assumindo que: (i) o mercado é competitivo; (ii) os investidores são racionais e buscam maximizar seus lucros; e (iii) todos têm acesso às mesmas informações⁴⁹.

Embora os modelos citados tenham partido de premissas similares, suas conclusões são diferentes: Eugene Fama defendeu a hipótese de que, em um mercado eficiente, o preço corrente de um ativo é a melhor indicação de seu valor intrínseco, enquanto Paul Samuelson chegou à conclusão de que o preço corrente é a melhor indicação do preço futuro⁵⁰⁻⁵¹.

Ainda que os trabalhos tenham seguido caminhos diferentes, eles deram força às teses fundamentalistas de precificação de ativos no mercado de valores mobiliários e pavimentaram o caminho para trabalhos subsequentes sobre o seu funcionamento. No modelo teórico de Eugene Fama, no entanto, faltava aprofundar a análise da forma pela qual o mercado permitiria o alinhamento entre o valor intrínseco e o preço de um ativo. Seu modelo teórico já sugeria que o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários dependia da competição entre investidores sofisticados, que buscavam maximizar seus lucros, e o acesso comum a informações sobre os ativos transacionados. Era necessário, no entanto, comprovar empiricamente a premissa de que a conjugação da disponibilidade de informações e a competição entre agentes racionais sofisticados em busca da maximização de lucro resultaria no funcionamento eficiente do mercado.

⁴⁷ DELCEY, Thomas. **Efficient Market Hypothesis, Eugene Fama and Paul Samuelson: A reevaluation**. Disponível em: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01618347v1/document>. Acesso em 03 de fevereiro de 2019. p. 4.

⁴⁸ SAMUELSON, Paul. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. **Industrial Management Review**, Cambridge, v. 6, p. 41-49, 1965. p. 41-42.

⁴⁹ DELCEY, Thomas. Op. cit. p. 15.

⁵⁰ “However, while Fama argues that today’s price is the best estimation of the FV [fair value], Samuelson’s conclusion is less ambitious, arguing only that today’s price is the best estimation of the tomorrow’s price” (Ibidem. p. 15). Tradução livre: “No entanto, enquanto Fama argumentou que o preço de hoje é a melhor estimativa do FV [valor justo], a conclusão de Samuelson é menos ambiciosa, defendendo apenas que o preço de hoje é a melhor estimativa do preço de amanhã”.

⁵¹ Samuelson sugeriu que os preços correntes de ativos já incorporariam todas as expectativas sobre contingências futuras, embora isso não impedisse o preço futuro de flutuar aleatoriamente. “The market quotation (T,t) already contains in itself all that can be known about the future and in that sense has discounted future contingencies as much as is humanly possible (or inhumanly possible within the axiom of the model)” (SAMUELSON, Paul. **Proof that properly...** Op. cit. p. 44). Tradução livre: “A cotação de mercado (T,t) já contém em si tudo que se possa saber sobre o future e, neste sentido, já desconta futuras contingências o máximo que é humanamente possível (ou além do humanamente possível dentro do axioma do modelo)”.

A tentativa de confirmação dessas premissas deu origem aos trabalhos de Eugene Fama sobre a hipótese do mercado eficiente, nos quais o economista revisou dados e análises empíricas sobre a relação entre o comportamento de preços de ativos no mercado e a disponibilidade de informações sobre esses ativos.

No primeiro trabalho (*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*), Eugene Fama estabeleceu o conceito básico que fundamenta a ideia de eficiência do mercado de valores mobiliários: em um mercado eficiente, os preços oferecem indicações seguras para a alocação de recursos escassos e os preços dos ativos negociados refletem todas as informações disponíveis a seu respeito⁵².

Para validar a tese de que um mercado eficiente é aquele no qual os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis a seu respeito, Eugene Fama abordou três grupos de evidências empíricas distintos. O primeiro grupo reuniu os trabalhos que buscaram testar a eficiência do mercado em sua forma fraca (*weak form*), analisando a conformação de preços às informações históricas de um ativo. O segundo grupo referiu-se ao que o economista denominou de “teste da forma semiforte do mercado eficiente” (*semi-strong form*), reunindo estudos nos quais se observou a reação de preços à divulgação de certas informações, como anúncios de resultados financeiros e operações societárias dos emissores dos ativos. Por fim, no teste da forma forte (*strong form*), Eugene Fama revisou estudos que buscaram determinar se grupos restritos de investidores possuíam acesso monopolístico a informações relevantes que não estavam refletidas no preço de um ativo⁵³.

Ao estabelecer os três testes distintos, Eugene Fama foi capaz de analisar empiricamente a capacidade do mercado de ajustar o preço de ativos às informações disponíveis a seu respeito em diferentes cenários de dispersão e distribuição informacional. Como resultado de seu trabalho, o economista concluiu que as evidências que fundamentam a hipótese do mercado eficiente eram abundantes e as evidências contrárias eram esparsas⁵⁴, validando, portanto, sua tese de que, em mercados com funcionamento eficiente, o preço dos ativos transacionados reflete todas as informações disponíveis sobre o ativo em questão.

A hipótese do mercado eficiente foi abordada novamente por Eugene Fama, em 1991, em um estudo que revisou a literatura dos anos anteriores sobre a hipótese do mercado eficiente e buscou incorporar à análise um modelo de equilíbrio e de precificação de ativos⁵⁵.

⁵² FAMA, Eugene. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work...* p. 383.

⁵³ *Ibidem*. p. 388.

⁵⁴ *Ibidem*. p. 416.

⁵⁵ FAMA, Eugene. *Efficient capital markets: II. Journal of Finance*, Nova York, v. 46, p. 1575-1617, 1991. p. 1575-1576.

Nesse estudo subsequente (*Efficient capital markets: II*), o economista reconheceu que a hipótese do mercado eficiente deveria ser utilizada em conjunto com um modelo de precificação de ativos negociados no mercado, tendo em vista a existência de diferentes cenários de custos informacionais que são encontrados na realidade do mercado de valores mobiliários.

Na introdução do trabalho, Eugene Fama deixa claro que a sua hipótese – de que o mercado é eficiente quando o preço dos ativos reflete todas as informações disponíveis a seu respeito – tem mais força teórica do que prática, visto que, na realidade, custos de informação e de transação poderiam dificultar o funcionamento eficiente do mercado⁵⁶. Em função desses custos, o economista reconheceu que a eficiência em si não poderia ser testada isoladamente, pois a capacidade do mercado de incorporar as informações disponíveis sobre um ativo em seu preço de forma adequada só pode ser testada dentro de um modelo de precificação que defina o significado da expressão “forma adequada”⁵⁷.

Em outras palavras, seria preciso estabelecer um modelo de precificação e determinar a forma com que a informação deve ser incorporada ao preço dos ativos para determinar se o mercado está agindo de forma eficiente. Ou seja, a eficiência do mercado só poderia ser testada empiricamente com base em um modelo que determinasse a forma adequada de precificação dos ativos negociados⁵⁸.

Como já mencionado, antes dos trabalhos de Eugene Fama e Paul Samuelson, havia o embate entre as teses dos grafistas, que defendiam que as oscilações na cotação de valores mobiliários se repetiam ao longo do tempo, e os fundamentalistas, que defendiam que as variações dos preços de mercado eram aleatórias e oscilavam em função de fatores de mercado. Essas vertentes evoluíram e deram origem a duas formas de avaliação de investimentos: (i) a análise fundamentalista, pela qual o investidor determina o preço de um valor mobiliário a partir das informações disponíveis a seu respeito, como balanços, relatórios e prospectos; e (ii) a análise técnica, por meio da qual o investidor precifica valores mobiliários a partir de oscilação da sua cotação e de volumes de negociação⁵⁹.

A hipótese do mercado eficiente estabelece um modelo teórico que demanda método de precificação de ativos financeiros a partir de uma análise fundamentalista. Diversos

⁵⁶ Ibidem. p. 1575.

⁵⁷ Ibidem. p. 1576.

⁵⁸ FAMA, Eugene. Two pillars of asset pricing. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 104, p. 1467–1485, 2014, p. 1469.

⁵⁹ MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004. p. 102-103.

modelos foram desenvolvidos com base na ideia de um mercado eficiente. Em conjunto, são geralmente designados pelo termo “*capital asset pricing model*” (modelo de precificação de ativos financeiros) ou, simplesmente, “CAPM”.

Em geral, os modelos baseiam-se na ideia de que o risco atrelado a um valor mobiliário possui relação com o desvio padrão de seu retorno⁶⁰ e buscam descrever a relação entre o risco e o retorno esperado do investimento em condições de equilíbrio⁶¹. Harry Markowitz desenvolveu um dos primeiros modelos de precificação de ativos financeiros, pautando-se na premissa de que investidores racionais tenderão a formar um portfólio de investimentos para diluir o seu risco, com vistas a maximizar o seu retorno esperado e minimizar a oscilação do retorno de seu portfólio de ativos⁶². De forma bastante resumida, o modelo previa que, ao formar seu portfólio de ativos, os investidores buscariam otimizar, ao mesmo tempo, o retorno e a volatilidade de suas aplicações⁶³.

A partir do trabalho de Harry Markowitz e com base em sua ideia de diversificação de riscos, alguns modelos de precificação foram propostos por outros economistas, inclusive Eugene Fama, que buscou aliar o seu modelo de precificação à hipótese do mercado eficiente. Segundo Michael Jensen, os diferentes modelos de precificação tinham em comum a adoção de determinadas premissas, como as seguintes: (i) investidores desejam maximizar os seus

⁶⁰ GALAGEDERA, Don U. A. **A review of capital asset pricing models**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=599441>. Acesso em 23 de novembro de 2019. p. 1.

⁶¹ BLACK, Fischer; SHOLES, Myron S. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, p. 637-654, 1973. p. 645.

⁶² FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 18, p. 25-46, 2004. p. 26.

⁶³ “There is a rule which implies both that the investor should diversify and that he should maximize expected return. The rule states that the investor does (or should) diversify his funds among all those securities which give maximum expected return. The law of large numbers will insure that the actual yield of the portfolio will be almost the same as the expected yield. This rule is a special case of the expected returns variance of returns rule (to be presented below). It assumes that there is a portfolio which gives both maximum expected return and minimum variance, and it commends this portfolio to the investor. This presumption, that the law of large numbers applies to a portfolio of securities, cannot be accepted. The returns from securities are too intercorrelated. Diversification cannot eliminate all variance. The portfolio with maximum expected return is not necessarily the one with minimum variance. There is a rate at which the investor can gain expected return by taking on variance, or reduce variance by giving up expected return” (MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 7, p. 77-91, 1952. p. 79). Tradução livre: “Há uma regra que sugere que o investidor deve diversificar e que ele deve maximizar o retorno esperado. A regra estabelece que o investidor diversifica (ou deveria diversificar) os seus fundos entre todos os valores mobiliários que ofereçam o máximo retorno esperado. A lei dos grandes números garantirá que o resultado de fato do portfólio será quase o mesmo que o resultado esperado. Esta regra é um caso especial de volatilidade de retornos esperados da regra de retornos (a ser apresentada abaixo). Ela pressupõe que há um portfólio que oferece, ao mesmo tempo, máximo retorno esperado e volatilidade mínima, e recomenda esse portfólio para o investidor. Essa pressuposição, de que a lei dos grandes números é aplicável a um portfólio de valores mobiliários, não pode ser aceita. Os retornos de valores mobiliários são correlacionados demais. Diversificação não pode eliminar toda a volatilidade. O portfólio com máximo retorno esperado não é necessariamente o que tem a menor volatilidade. Há uma medida na qual o investidor pode esperar ganhar retorno se expondo a volatilidade, ou reduzir sua exposição à volatilidade abrindo mão de retorno”.

lucros e escolhem seu portfólio de investimentos com base na média e variação de retorno; (ii) todos os investidores podem tomar emprestado ou emprestar recursos a uma dada taxa de juros livre de risco e não há restrições à venda a descoberto; (iii) investidores possuem estimativas homogêneas com relação à média, às variações e às covariações de retornos de todos os ativos; (iv) todos os ativos são divisíveis e perfeitamente líquidos, negociáveis e sem custos de transação; (v) não há tributos; (vi) todos os investidores são tomadores de preço; e (vii) a quantidade de ativos é dada⁶⁴.

Alguma das premissas adotadas pelos modelos de precificação de ativos claramente não correspondem à realidade (conforme será visto na seção 2.2 desta tese), o que pode pôr em dúvida sua utilidade prática. No entanto, modelos mais sofisticados tentaram flexibilizar algumas das premissas, de modo a refletir a realidade mais adequadamente. Eugene Fama, por exemplo, dedicou-se à construção de modelos que levassem em consideração as mudanças de expectativas de investidores sobre o retorno de suas aplicações ao longo do tempo⁶⁵.

Ainda que a revisão da extensa literatura econômica sobre a precificação de ativos financeiros extrapole o escopo da presente pesquisa, é importante registrar que esses estudos buscaram desenvolver e testar modelos preditivos de precificação baseados no retorno esperado de ativos, quase sempre utilizando premissas rígidas de racionalidade econômica, expectativas homogêneas e ausência de custos de transação. Os modelos são importantes complementos à hipótese do mercado eficiente, pois permitem que a tese seja testada empiricamente dentro de um modelo de precificação em condições de equilíbrio.

Em função do desenvolvimento dos modelos de precificação de ativos e suas implicações, Eugene Fama promoveu algumas mudanças no quadro de análise das evidências empíricas de sua teoria, substituindo os testes das formas fraca, semiforte e forte por, respectivamente, teste de previsibilidade de retorno (*test for return predictability*), estudos de evento (*event studies*) e teste para informação privada (*test for private information*)⁶⁶.

Ao revisar a literatura acerca do impacto da informação na precificação de ativos produzida desde seu primeiro artigo sobre a eficiência do mercado, Eugene Fama concluiu que os estudos de evento forneciam o maior suporte à sua hipótese de que o mercado ajusta o preço de ativos a informações disponíveis a seu respeito, sendo essa reação mais rápida no

⁶⁴ JENSEN, Michael C. **Capital markets: theory and evidence**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=350429>. Acesso em 23 de novembro de 2019. p. 3.

⁶⁵ FAMA, Eugene. **Efficient capital markets: II...** Op. cit. p. 1583.

⁶⁶ *Ibidem*. p. 1576-1577.

caso de informações específicas sobre o emissor (*e.g.* decisões sobre investimentos, distribuição de dividendos, mudanças na estrutura de capital e alterações de controle)⁶⁷.

Com relação ao teste para informação privada, Eugene Fama destacou que os estudos sobre a eficiência do mercado sugerem que a quantidade de informação privada no mercado não é tão significativa quanto se pensava⁶⁸.

Por fim, com relação ao teste de previsibilidade de retorno, o economista sugeriu que previsões de curto prazo seriam consistentes com a hipótese do mercado eficiente, enquanto os retornos de longo prazo ofereciam maior desafio à teoria em função de variações de retornos esperados⁶⁹.

Em síntese, os estudos de Eugene Fama demonstraram empiricamente que o mercado busca ajustar os preços de valores mobiliários às informações disponíveis sobre os ativos, sendo que essa reação pode ocorrer de diferentes formas dependendo do tipo de informação e de sua dispersão no mercado.

No entanto, o próprio economista sempre admitiu que a eficiência do mercado deveria ser testada em conjunto com um modelo de precificação de ativos financeiros, o que impôs um relevante desafio à teoria, tendo em vista as dificuldades práticas de comprovação da capacidade preditiva do CAPM⁷⁰.

Não obstante, é inegável que os modelos de precificação desenvolvidos a partir do modelo de portfólio desenvolvido por Harry Markowitz têm sido utilizados na prática por gestores profissionais, assim como modelos mais sofisticados elaborados a partir dessa base teórica, como o modelo de precificação de opções de Black e Scholes⁷¹.

2.1.3 Os mecanismos de eficiência do mercado de valores mobiliários

Se o mercado eficiente é aquele no qual o preço dos ativos negociados reflete todas as informações publicamente disponíveis a seu respeito, como exatamente tais informações passam a ser consideradas na cotação dos valores mobiliários?

⁶⁷ Ibidem. p. 1607.

⁶⁸ Ibidem. p. 1608.

⁶⁹ Ibidem. p. 1608-1609.

⁷⁰ Quanto à solidez teórica dos modelos de precificação de ativos, não obstante a dificuldade de testar a sua capacidade preditiva, vide: FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth R. **The Capital Asset Pricing...** Op. cit. p. 43-44; e FAMA, Eugene. **Two pillars...** Op. cit. p. 1482.

⁷¹ Da mesma forma, modelos mais sofisticados elaborados a partir da base teórica desenvolvida por Harry Markowitz também são utilizados na prática empresarial da gestão profissional de carteiras de valores mobiliários, como o modelo de precificação de opções de Black e Scholes (BLACK, Fischer; SCHOLLES, Myron S. **The Pricing of Options...** Op. cit. p. 640-645).

Essa é uma questão relevante deixada em aberto pelos acadêmicos que se debruçaram sobre a hipótese do mercado eficiente. Os economistas limitaram-se a presumir que a atuação de investidores sofisticados seria suficiente para incorporar informações ao preço de valores mobiliários, por meio de sua tomada de decisão racional, mas não buscaram explicar como o processo ocorreria.

A resposta à questão passa por uma análise da organização institucional do mercado, que é formado por diferentes participantes. No mercado de valores mobiliários, a informação é produzida, processada e utilizada por agentes distintos, por meio da atuação de companhias, administradores de carteira (gestores), analistas, consultores, intermediadores e investidores individuais com diversos níveis de sofisticação e acesso à informação⁷². É possível afirmar, portanto, que no mercado de valores mobiliários, a informação transita e é processada por meio de uma ampla “teia” de comunicação que conecta diferentes agentes.

As companhias são a principal fonte de informação referente à sua empresa e estão no centro do sistema de *disclosure*. Os analistas combinam as informações fornecidas com dados macroeconômicos e da indústria, formulando recomendações ou indicações de investimento⁷³. Os administradores de carteira selecionam indústrias e ativos que podem se beneficiar de cenários econômicos específicos dentro de uma determinada estratégia de investimento⁷⁴. Os investidores individuais, por sua vez, usam variados métodos para tomar decisões de investimentos⁷⁵.

Ao fim e ao cabo, os próprios participantes do mercado se incumbem da tarefa de interpretar, processar e utilizar informações divulgadas por emissores na precificação de valores mobiliários.

Ronaldo J. Gilson e Reinier H. Kraakman buscaram explicar a forma pela qual o mercado processa informações e as incorpora ao preço de valores mobiliários, baseando sua análise em três constatações importantes: (i) a hipótese do mercado eficiente é válida ainda que se assuma a existência de custos informacionais; (ii) dentro do modelo teórico da hipótese do mercado eficiente, a eficiência é uma função da velocidade com que informações

⁷² ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. **Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission**. Disponível em: <https://catalog.hathitrust.org/Record/008515947>. Acesso em 22 de setembro de 2019. p. D-4.

⁷³ Vide artigo 1º, *caput* e §1º, da Resolução CVM nº 20/2021: “Art. 1º Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. § 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”.

⁷⁴ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. D-5.

⁷⁵ *Ibidem*. p. D-5.

disponíveis são incorporadas no preço de um ativo (quanto mais rápido o mercado ajustar o preço dos ativos negociados às novas informações, mais eficiente ele é); e (iii) a hipótese do mercado eficiente não explica o vínculo entre o equilíbrio de preços existente de fato e o equilíbrio de preço em um mercado totalmente informado⁷⁶.

Em outras palavras, partindo-se do pressuposto de que custos informacionais existem e o mercado eficiente reagirá a novas informações apesar desses custos, deve haver processos de negociação responsáveis por ajustar os preços para novos patamares de equilíbrio⁷⁷. Assim, se o mercado eficiente é aquele que ajusta os preços de valores mobiliários a novas informações, muito embora o ajuste seja custoso, é necessário entender quais são os mecanismos pelos quais a eficiência se opera na prática.

O primeiro passo desta análise é levar em conta as várias formas pelas quais as informações são disponibilizadas ao mercado, como, por exemplo, a distribuição inicial de informações nas hipóteses em que todos os agentes têm acesso aos mesmos dados ou a distribuição inicial que confere acesso a informações a apenas alguns investidores. Em seguida, é necessário entender como o mercado reage de formas diferentes a conjuntos de informações distintos, algo já previsto nos testes propostos por Eugene Fama (testes da forma fraca, semiforte e forte do mercado eficiente)⁷⁸.

Ronald Gilson e Reinier Kraakman apontam quatro formas de mecanismos presentes no mercado que já foram identificadas na literatura da economia financeira: (i) negociação universalmente informada (“*universally informed trading*”); (ii) negociação profissionalmente informada (“*professionally informed trading*”); (iii) negociação derivadamente informada (“*derivatively informed trading*”); e (iv) negociação não informada (“*uninformed trading*”)⁷⁹. Todas elas estão presentes concomitantemente, mas cada uma funciona de forma independente para influenciar o preço dos ativos. A dispersão da informação no mercado determinará qual mecanismo irá processá-la e a velocidade com que o preço do valor mobiliário a incorporará.

A negociação universalmente informada é aquela que ocorre quando os investidores têm acesso às mesmas informações de forma pouco custosa e simultânea. Nesse cenário, o

⁷⁶ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 70, p. 549-644, 1984. p. 552-565.

⁷⁷ Ibidem. p. 565.

⁷⁸ Ibidem. p. 565-566.

⁷⁹ Ibidem. p. 566-567.

preço dos valores mobiliários refletirá todas as informações divulgadas a seu respeito de forma rápida e dinâmica, reduzindo oportunidades para arbitragem⁸⁰.

No caso da negociação profissionalmente informada, o mercado vale-se da atuação de participantes e intermediários para incorporar, no preço dos valores mobiliários as novas informações divulgadas, ainda que de forma restrita, a seu respeito⁸¹.

Já no caso de negociações derivadamente informadas, a informação é disponibilizada para um grupo tão restrito de agentes, como administradores e outros *insiders* ou mesmo especialistas que obtêm a informação de forma independente, que o mercado não é capaz de alcançar o equilíbrio nos preços dos valores mobiliários de forma eficiente⁸².

No entanto, à medida que as negociações ocorrem, agentes não informados notam as mudanças nos preços negociados e deduzem a existência de informações não públicas a partir dessas variações. Dependendo do conjunto de informações e do conhecimento que o investidor não informado possui, ele pode ser capaz de, por meio da decodificação do preço, inferir o conteúdo da informação ainda não divulgada⁸³.

A negociação não informada, por fim, diz respeito aos mecanismos do mercado para incorporar, no preço dos valores mobiliários, as previsões e estimativas feitas pelos diversos participantes do mercado. Trata-se, assim, da forma pela qual o mercado precifica as previsões, sendo capaz de refletir, no preço dos ativos, informações sobre as quais os investidores não têm pleno conhecimento, podendo apenas tentar prever e projetar o seu conteúdo.

Segundo Ronald Gilson e Reinier Kraakman, ainda que cada investidor tenha o seu próprio viés e suas falhas na formulação de projeções, os vieses e falhas de cada um servirão para ponderar os desvios causados, gerando uma única e mais bem informada estimativa agregada⁸⁴.

No contexto do mercado de valores mobiliários, no qual o acesso à informação é aspecto vital para a correta precificação de ativos e, conseqüentemente, adequada alocação de recursos, o custo da informação é uma variável relevante. Desse modo, a eficiência será uma função do custo da informação no mercado.

Os mesmos autores afirmam que os custos da informação podem ser divididos em custos de aquisição, processamento e verificação. Os custos de aquisição referem-se tanto ao

⁸⁰ Ibidem. p. 568-569.

⁸¹ Ibidem. p. 569.

⁸² Ibidem. p. 572.

⁸³ Ibidem. p. 573-576.

⁸⁴ Ibidem. p. 580-581.

custo de produzir a informação, como ao custo de adquiri-la do agente que a produziu. O custo de processamento, por sua vez, refere-se à necessidade de analisar e interpretar a informação, o que requer habilidades e conhecimentos técnicos específicos. A verificação está relacionada à atividade de determinar a qualidade da informação⁸⁵.

A aquisição das informações é, de forma geral, custeada pelo próprio emissor de valores mobiliários, que deve cumprir com o seu dever de informar o mercado. O processamento da informação, por outro lado, pode ser feito pelo próprio investidor, ao tentar entender e interpretar tudo o que é divulgado pelos emissores.

Entretanto, como as informações divulgadas são, em certos casos, complexas e técnicas (como no caso de informações contábeis), há agentes especializados em realizar a tarefa de processá-las. Pode-se citar o caso do analista de valores mobiliários, regido pela Resolução CVM nº 20/2021, que examina e emite relatórios de análise sobre valores mobiliários, podendo fazer recomendações profissionais sobre a compra, venda ou manutenção do ativo pelo investidor⁸⁶. Há também o consultor de valores mobiliários, regido pela Resolução CVM nº 19/2021, cujo escopo de atuação o diferencia do analista, tendo em vista que “o consultor faz recomendações de investimento personalizadas ao seu cliente, enquanto o analista produz relatórios distribuídos para um público”⁸⁷.

A verificação de informações, de certa forma, também é feita por consultores e analistas, que podem buscar, no exercício de suas atividades, confirmar a precisão das informações que utilizam em seus relatórios e recomendações. No entanto, a verificação feita por consultores e analistas não necessariamente se reverterá em benefícios a todos os investidores, especialmente no caso do consultor, cujas opiniões são transmitidas apenas aos seus clientes. Por exemplo, Rachel Sztajn dá notícia de que, na oferta pública de ações realizada pelo *Facebook* nos Estados Unidos, “analistas de algumas instituições envolvidas no procedimento revisaram as projeções para baixo, contudo não se divulgou a nova estimativa para formação do preço de lançamento das ações e possível queda da cotação, o que prejudicou muitos investidores”⁸⁸.

Assim, os principais agentes que atuam na verificação de informações divulgadas a investidores são aqueles que atuam como verdadeiros *gatekeepers* (guardiães) do mercado e

⁸⁵ Ibidem. p. 593-594.

⁸⁶ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE, Gustavo Ferrari. Principais agentes do mercado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 323.

⁸⁷ Ibidem. p. 325.

⁸⁸ SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JÚNIOR, Walfrido Jorge Warde; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 229.

cuja atuação beneficia a todos igualmente: o intermediário da oferta, também chamado de “*underwriter*”, o auditor independente e as agências de *rating*. Os *gatekeepers* (guardiães) são instituições que utilizam sua reputação e confiança adquiridas para “assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame” e exercem, de certa forma, “o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário, quanto no secundário”⁸⁹.

O intermediário de oferta pública de valores mobiliários, como o próprio nome sugere, atua na intermediação entre emissores e investidores. Dentre as suas principais atribuições está a de verificar a veracidade e precisão das informações divulgadas pelo ofertante⁹⁰. O trabalho do auditor independente, cuja atividade é regida pela Instrução CVM nº 308/1999, concentra-se na verificação das demonstrações financeiras, com o objetivo de determinar se “foram elaboradas, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com a estrutura de relatório financeiro aplicável”⁹¹. A agência de classificação de risco de crédito, comumente chamada de agência de *rating*, tem a função de analisar o risco de crédito de um emissor, de uma operação estruturada ou de qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários, conforme artigo 1º da Resolução CVM nº 9/2020⁹².

Embora os agentes que atuam no processamento e na verificação da informação contribuam para diminuir o custo informacional no mercado, não é a atuação deles que determina esse custo. É a distribuição inicial da informação que determina o custo informacional no mercado. Quanto mais dispersa a distribuição inicial, menor é o custo informacional. O originador da informação pode dificultar o acesso de terceiros a ela ou simplesmente não se esforçar para distribuí-la, cabendo ao mercado reduzir o custo informacional nas etapas subsequentes de aquisição derivada, processamento, interpretação e verificação. A própria existência de intermediários que atuam na aquisição, no processamento, na interpretação e na verificação de informações demonstra que há ganhos

⁸⁹ HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers...** Op. cit. p. 68.

⁹⁰ Vide artigo 56, §1º, da Instrução CVM nº 400/2003: “Art. 56 [...] §1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que: I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta”.

⁹¹ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE, Gustavo Ferrari. Op. cit. p. 331.

⁹² “Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: I - agência de classificação de risco de crédito: pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários; e II - classificação de risco de crédito: atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários”.

que podem ser captados nessas atividades, gerando eficiência na redução do custo informacional do mercado⁹³.

Ronald Gilson e Reinier Kraakman traçam um paralelo entre os custos informacionais do mercado, nas etapas de aquisição, processamento e verificação, e as categorias de eficiência do mercado formuladas por Eugene Fama em seus estudos sobre a hipótese do mercado eficiente⁹⁴. Os autores chegam à conclusão de que a eficiência do mercado é uma função do seu custo informacional⁹⁵.

Assim: (i) na forma forte (ou teste para informação privada), o preço dos ativos reflete as informações privadamente detidas sobre eles e o custo informacional é alto, o que demonstra que, não obstante os esforços do originador das informações para que elas não fossem disseminadas, o mercado é capaz de obtê-las, interpretá-las e verificá-las (apesar do alto custo); (ii) na forma semiforte (ou estudos de evento), o maior nível de cooperação dos originadores das informações reduz o custo informacional do mercado, mas ainda é necessária a atuação de terceiros com reputação para processar e verificar os dados; e (iii) na forma fraca (ou teste de previsibilidade de retorno), os custos informacionais são baixos, refletindo na eficiência do mercado, que facilmente consegue incorporar informações de baixo custo no preço dos ativos⁹⁶.

Os autores apontam para uma terceira correlação, comparando as categorias de eficiência do mercado sugeridas por Eugene Fama, as hipóteses de custos nas etapas de originação, processamento e verificação das informações e os mecanismos do mercado para negociação de valores mobiliários em diferentes cenários de dispersão informacional. Essa correlação revela que a distribuição de uma informação é determinada pelo seu custo, visto que informações menos custosas são disseminadas de forma mais ampla.

Logo, a eficiência do mercado de valores mobiliários como um todo seria determinada pela distribuição inicial das informações entre os investidores, enquanto que, com relação a cada informação em particular, a eficiência seria determinada pelo custo da informação em questão. O fator em comum seria, portanto, o custo da informação⁹⁷.

O custo da informação é determinante para a eficiência do mercado porque define não só a extensão da disponibilidade da informação no mercado, como também a extensão de sua distribuição inicial entre os investidores, o que por sua vez determina o mecanismo pelo qual

⁹³ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. **The mechanisms of market efficiency...** Op. cit. p. 598-600.

⁹⁴ Ibidem. p. 609.

⁹⁵ Ibidem. p. 598-609.

⁹⁶ Ibidem. p. 607-609.

⁹⁷ Ibidem. p. 610.

o mercado irá operar⁹⁸. Desse modo, a eficiência do mercado será sempre relativa, pois a incorporação de informações públicas ao preço dependerá de fatores ligados à sua distribuição inicial e ao custo informacional ao qual os agentes estão sujeitos.

Em 2003, Ronald Gilson e Reinier Kraakman revisitaram os seus estudos sobre os mecanismos de eficiência do mercado, testando suas conclusões à luz dos trabalhos desenvolvidos na área de finanças comportamentais desde a década de 1980 (abordadas na seção 2.2.2, *infra*). De forma resumida, os autores concluem que sua tese é compatível com os estudos e as evidências empíricas desenvolvidas desde a publicação do artigo, o que, para eles, confirma sua validade teórica⁹⁹.

Por outro lado, admitem que seu estudo subestimou a complexidade e os custos de agência internos aos quais os agentes de mercado, especialmente intermediários, estão sujeitos, bem como o fato de que criam incentivos a comportamentos incompatíveis com o funcionamento eficiente do mercado¹⁰⁰. Prova dos custos internos são as tentativas de mitigá-los pela regulação, quando, por exemplo, busca garantir a independência de analistas de valores mobiliários¹⁰¹, proíbe agentes autônomos de fornecer análise ou consultoria sobre valores mobiliários¹⁰², impõe vedações de conduta a auditores independentes para assegurar sua isenção¹⁰³ e estabelece a segregação de atividades das agências de classificação de risco¹⁰⁴.

Em suma, para Ronald Gilson e Reinier Kraakman, a eficiência do mercado é relativa pois depende do custo da informação, que, por sua vez, varia de acordo com sua distribuição inicial e outros fatores, como o ambiente institucional e os custos de agência dos participantes do mercado.

2.2 O funcionamento ineficiente do mercado de valores mobiliários

Até agora, a tese forneceu uma breve revisão dos principais estudos sobre a eficiência do mercado. Estes estudos propõem um modelo de mercado eficiente no qual o preço de um ativo reflete todas as informações a seu respeito. Nesse cenário, o preço dos valores

⁹⁸ Ibidem. p. 612-613.

⁹⁹ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. **The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=462786>. Acesso em 22 de setembro de 2019. p. 34-35.

¹⁰⁰ Ibidem. p. 36-37.

¹⁰¹ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE, Gustavo Ferrari. Op. cit. p. 324.

¹⁰² Ibidem. p. 328.

¹⁰³ Ibidem. p. 332.

¹⁰⁴ Ibidem. p. 335.

mobiliários seria próximo ao seu valor intrínseco, determinado com base em seus fundamentos econômicos.

No entanto, os fatos demonstram que esse modelo nem sempre corresponde à realidade. As sucessivas crises do mercado de valores mobiliários e algumas anomalias não explicadas pela hipótese do mercado eficiente expõem uma fragilidade das teorias financeiras ortodoxas. Alguns economistas e juristas propuseram-se a examinar as fontes de ineficiência do mercado de valores mobiliários. O objetivo desta seção é examinar os resultados desses estudos, sem qualquer pretensão de exaurir o assunto, que é vasto e cujo esgotamento extrapolaria os objetivos da presente pesquisa.

Os seguintes temas serão examinados: (i) o paradoxo (ou impossibilidade) do mercado perfeitamente eficiente do ponto de vista informacional e a existência de negociação com base em ruído; (ii) os mecanismos e fontes de ineficiência do mercado, com foco nas teorias da economia comportamental; e (iii) as crises e os pânicos vivenciados pelo mercado brasileiro e por mercados estrangeiros nos últimos séculos.

2.2.1 A impossibilidade do mercado perfeitamente eficiente e a negociação com ruído

Embora a hipótese do mercado eficiente sugira que a formação do preço de ativos financeiros é influenciada pela competição entre investidores sofisticados, conforme os modelos teóricos de Eugene Fama e Paul Samuelson, é preciso reconhecer que o funcionamento do mercado comporta a participação tanto de investidores informados (e sofisticados), como de investidores não informados, sem que essa assimetria de informação impeça o mercado de funcionar.

Com base na ideia de que o preço em si agrega informação, Sanford Grossman e Joseph Stiglitz demonstraram empiricamente que investidores desinformados são capazes de tomar decisões racionais com base nas sinalizações proporcionadas pela oscilação do preço de um ativo¹⁰⁵. Os investidores informados buscam obter as informações relevantes para a formação do preço, enquanto investidores não informados tomam suas decisões apenas com base no preço em si, confiando que o preço é justamente uma função das informações disponíveis no mercado¹⁰⁶⁻¹⁰⁷.

¹⁰⁵ GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. Information and Competitive Price Systems. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 66, p. 246-253, 1976. p. 246-250.

¹⁰⁶ “Uninformed traders form their beliefs about a future price from the information of informed traders which they learn from observing current prices” (GROSSMAN, Sanford. On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 31, p. 573-585, 1976.

Assim, ao contrário do que a intuição possa indicar, um mercado eficiente não é perfeitamente simétrico do ponto de vista informacional. Não é apenas natural, mas também necessário, que diferentes investidores tenham diferentes níveis de informação para que o mercado exerça a sua função de alocação de capitais escassos.

A necessidade da existência de investidores informados e desinformados decorre do simples fato de que, para que haja incentivos à busca da informação, é preciso que essa busca ofereça retorno financeiro. Se houver perfeita simetria de informação no mercado e o preço dos valores mobiliários refletir todas as informações disponíveis a seu respeito, conforme pressupõe a hipótese do mercado eficiente, então, os preços do mercado serão perfeitamente arbitrados e não haverá oportunidades de lucro. A busca da informação, que é inerentemente custosa, nesse contexto, não ofereceria retorno algum. Se não houver incentivos para a busca de informações, o mercado nunca poderá alcançar o patamar de perfeita precificação¹⁰⁸.

Essa constatação demonstra um paradoxo, pois mercados com perfeita simetria de informações eliminariam os incentivos para que os investidores se informem. Portanto, é inevitável aceitar que haverá sempre algum grau de assimetria de informações no mercado de valores mobiliários. Em outras palavras, a informação nunca será perfeitamente disseminada no mercado, sendo inevitável que alguns agentes tenham mais informações que outros.

Como efeito da necessária assimetria de informações, pode-se imaginar a existência de mercados que são “eficientes demais”¹⁰⁹, impedindo que investidores consigam obter retorno em seus investimentos em informação¹¹⁰.

p. 573). Tradução livre: “Investidores não informados formam as suas convicções sobre o preço futuro a partir das informações de investidores informados que eles deduzem observando os preços correntes”.

¹⁰⁷ GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. **Information and Competitive...** Op. cit. p. 246.

¹⁰⁸ “If markets are perfectly arbitrated all the time, there are never any profits to be made from the activity of arbitrage. But then, how do arbitragers make money, particularly if there are costs associated with obtaining information about whether markets are perfectly arbitrated? The conventional answer is that, when markets are not arbitrated, there are profits to be made, and so equilibrium must entail perfect arbitrage; the profits accrue in the process of responding to some unspecified disequilibrium. A particular example of this classical conundrum is presented by the efficient market hypothesis, which argues the prices on capital markets reflect all relevant information instantaneously” (Ibidem. p. 247-248). Tradução livre: “Se mercados são perfeitamente arbitrados o tempo todo, nunca há lucros a serem obtidos da arbitragem. Mas então, como agentes que fazem arbitragem ganham dinheiro, particularmente se não há custos associados à obtenção de informações sobre se mercados são perfeitamente arbitrados? A resposta convencional é que, quando mercados não são arbitrados, há lucros a serem apropriados, e então o equilíbrio deve depender do perfeito arbitramento de preços; os lucros decorrem do processo de resposta a algum desequilíbrio não especificado. Um exemplo particular deste dilema clássico é apresentado pela hipótese do mercado eficiente, a qual defende que preços no mercado de valores mobiliários refletem todas as informações relevantes instantaneamente”.

¹⁰⁹ Vale observar a afirmação de Gustavo Machado Gonzalez no sentido de que a regulação brasileira do mercado de valores mobiliários não persegue uma simetria absoluta de informação, mas sim qualificada. “Em resumo, pode-se concluir que o regime existente persegue uma simetria qualificada, ou seja, apenas uma simetria que não é completa, mas que se limita a um conjunto de informações consideradas relevantes pelo regulador, e que, conseqüentemente, existe uma situação de assimetria informacional no mercado de capitais que não é só natural, como também é bem tolerada e reconhecida pela regulação” (GONZALEZ, Gustavo Machado. *O full*

Em função da impossibilidade de equilíbrio em mercados de valores mobiliários com perfeita simetria de informações, Sanford Grossman e Joseph Stiglitz defendem que haverá um certo nível de ineficiência na incorporação de informações disponíveis no preço de ativos, isto é, um certo nível de “ruído” (“noise”) na transmissão de informações de investidores informados a investidores não informados pelo sistema de preços do mercado, de modo a garantir retorno sobre o custo de obtenção de informações¹¹¹.

O ruído pode ser explicado, ao menos em parte, por diferenças de expectativas sobre o futuro por parte de diferentes agentes. A expectativa sobre o futuro é um elemento natural da precificação de bens que estão sujeitos ao efeito do tempo. Sempre que alguém produz hoje para vender amanhã, seu comportamento será guiado, em algum grau, pelas suas expectativas sobre o futuro¹¹². Além da informação, o próprio sistema de preços pode auxiliar agentes a formar expectativas racionais sobre o futuro, ainda que haja assimetria de informações.

Nesse sentido, na busca de oportunidades de lucro em ambiente de informação assimétrica e de incerteza, a atuação de agentes sofisticados é capaz de fornecer a agentes não sofisticados sinais sobre a correta alocação de recursos¹¹³. A transmissão de informações pelo preço não é perfeita, pois, se fosse, não haveria incentivos para que agentes sofisticados buscassem se informar¹¹⁴. Um dos obstáculos para a transmissão perfeita de informação pode ser as diferenças de expectativas futuras entre os grupos de agentes informados e desinformados¹¹⁵. Além disso, a própria sinalização fornecida pelo preço é capaz de afetar as expectativas futuras dos agentes desinformados¹¹⁶.

and fair disclosure no direito aplicado: a simetria perseguida e as assimetrias toleradas. In: PITTA, Andre Grunspan; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). **Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 391).

¹¹⁰ GROSSMAN, Sanford. Op. cit. p. 573.

¹¹¹ GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 70, p. 393-408, 1980. p. 405.

¹¹² “Expectations are a natural subject for analysis in problems where there is a lag in production. For example, a farmer desires to plant corn ‘today’. The corn is harvested ‘tomorrow’. In order to decide how much to plant, the farmer must estimate the price of corn tomorrow” (GROSSMAN, Sanford. An introduction to the theory of rational expectations under asymmetric information. **Review of Economic Studies**, Oxford, v. 48, p. 541-559, 1981. p. 542). Tradução livre: “Expectativas são um assunto natural para análise em problemas onde há um lapso na produção. Por exemplo, um fazendeiro deseja plantar milho ‘hoje’. O milho é plantado ‘amanhã’. Para decidir o quanto plantar, o fazendeiro deve estimar o preço do milho amanhã”.

¹¹³ “Clearly, in a world subject to uncertainty and asymmetric information, traders will attempt to use their information in a speculative market to earn profit. In so doing, information can get transmitted across agents” (Ibidem. p. 546). Tradução livre: “Claramente, em um mundo sujeito a incerteza e informação assimétrica, investidores tentarão usar a sua informação num mercado especulativo para obter lucro. Ao fazer isso, informação pode ser transmitida pelos agentes”.

¹¹⁴ Ibidem. p. 556.

¹¹⁵ GREEN, Jerry R. **Information, efficiency and equilibrium**. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/green/files/information_efficiency_and_equilibrium.pdf. Acesso em 27 de outubro de 2019. p. 23.

¹¹⁶ “In acquiring the signal, the resulting price system will change, and the correlation between expectations of the uninformed group and the signal received will also be altered” (Ibidem. p. 24).

Em síntese, ainda que a transmissão da informação não seja perfeita, em um mercado com informações assimétricas no qual os agentes possuam expectativas racionais sobre o futuro, o preço de ativos terá a externalidade de transmitir informações e investidores desinformados serão capazes de ajustar as suas decisões com base no comportamento de investidores informados¹¹⁷.

Ao contrário do que uma análise superficial possa sugerir, algum grau de assimetria informacional no mercado é inevitável e necessário, pois permite que o custo de obter e processar informações sobre valores mobiliários seja remunerado, o que seria impossível em um ambiente informacional totalmente simétrico e com preços perfeitamente arbitrados. No entanto, a inevitável assimetria não impede investidores de agirem racionalmente.

A ideia de ruído do mercado foi estudada com maior profundidade em pesquisas desenvolvidas a partir do final da década de 1980, embora com significado diferente daquele aventado por Sanford Grossman e Joseph Stiglitz. Enquanto esses autores encaravam o ruído como ineficiência na interpretação ou transmissão de informações que impõe limites à atuação de investidores racionais, alguns economistas passaram a associar o ruído à atuação de investidores irracionais que, por meio de apostas erradas e muitas vezes infundadas, causam interferência nos preços de mercado.

Em 1986, Fischer Black publicou artigo sobre o ruído no mercado, explicando que o conceito, ao seu ver, significa tudo aquilo que torna a observação imperfeita e impede agentes de saber o que fazer para melhorar a sua situação¹¹⁸. O ruído poderia ser associado a um elemento arbitrário das expectativas de agentes, informações incompletas, incerteza ou mudanças de circunstâncias¹¹⁹.

Com base nessa ideia, Fischer Black sugere que alguns investidores negociam valores mobiliários com base em informações, enquanto outros negociam com base em ruído. A

¹¹⁷ GROSSMAN, Sanford. **An introduction to the theory of...** Op. cit. p. 557. No mesmo sentido, Gustavo Machado Gonzalez afirma: “A proteção do público investidor por meio das regras de *disclosure* pressupõe que as informações divulgadas serão corretamente interpretadas e refletidas no preço dos valores mobiliários ofertados ou negociados no mercado. A revelação de informações não tem o condão de tornar os preços informados; é a atuação dos investidores, comprando ativos que julgam subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, que faz com que os preços convirjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia. No mercado eficiente, o preço de equilíbrio reflete o julgamento médio dos investidores informados” (GONZALEZ, Gustavo Machado. Op. cit. p. 392).

¹¹⁸ “In my model of the way we observe the world, noise is what makes our observations imperfect. It keeps us from knowing the expected return on a stock or portfolio. It keeps us from knowing whether monetary policy affects inflation or unemployment. It keeps us from knowing what, if anything, we can do to make things better” (BLACK, Fischer. Noise. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 41, p. 529-543, 1986. p. 529). Tradução livre: “No meu modelo da forma como observamos o mundo, o ruído é o que faz com que nossas observações sejam imperfeitas. Ele nos priva de saber os retornos esperados de uma ação ou portfólio. Ele nos priva de saber se a política monetária afeta a inflação ou desemprego. Ele nos priva de saber o que, se é que há algo, podemos fazer para tornar as coisas melhores”.

¹¹⁹ *Ibidem*. p. 529-530.

presença de investidores ruidosos seria não só inevitável, como também necessária para o funcionamento do mercado. Se negociações de valores mobiliários fossem feitas apenas com base em informações, sem nenhum ruído, haveria pouca ou nenhuma negociação (pois todos os agentes precificariam os ativos da mesma forma, a exemplo do que já havia sido sugerido pelo paradoxo do mercado com perfeita simetria de informações). A negociação ocorre quando uma das partes faz uma avaliação incorreta sobre o desempenho futuro de um ativo¹²⁰. Se todos os investidores são informados e não possuem expectativas distintas, não há espaço para erros.

Quando se admite a existência de negociação com base em ruído, no entanto, o erro passa a ser uma possibilidade e a negociação com base em informação passa a ser vantajosa, pois os investidores que tomam decisões informadas tem a oportunidade de lucrar às custas dos erros cometidos pelos investidores que negociam com base em ruídos¹²¹.

Um fato interessante apontado pelo autor é de que, quanto mais intensa for a negociação com ruído, mais líquido será o mercado, o que acabará atraindo mais investidores que negociam com informação. No entanto, os preços dos ativos negociados com ruído não necessariamente se tornarão eficientes de forma imediata pela atuação de investidores informados, pois haverá limitação no volume de transações que os investidores estão dispostos a realizar em função do risco envolvido¹²².

¹²⁰ “A person with information or insights about individual firms will want to trade, but will realize that only another person with information or insights will take the other side of the trade. Taking the other side's information into account, is it still worth trading? From the point of view of someone who knows what both the traders know, one side or the other must be making a mistake. If the one who is making a mistake declines to trade, there will be no trading on information. In other words, I do not believe it makes sense to create a model with information trading but no noise trading where traders have different beliefs and one trader's beliefs are as good as any other trader's beliefs. Differences in beliefs must derive ultimately from differences in information. A trader with a special piece of information will know that other traders have their own special pieces of information, and will therefore not automatically rush out to trade” (Ibidem. p. 531). Tradução livre: “Uma pessoa com informações ou opiniões sobre companhias individualmente consideradas desejarão negociar, mas perceberão que apenas outra pessoa com informações ou opiniões se posicionarão do outro lado deste negócio. Levando em consideração as informações do outro lado, vale a pena negociar? Do ponto de vista de alguém que sabe o que ambas as partes sabem, um lado ou o outro deve estar cometendo um erro. Se a parte que está cometendo um erro desiste de negociar, não haverá negociação com informação. Em outras palavras, eu não acredito que faça sentido criar um modelo de negociação com informação sem ruído, no qual as partes possuem convicções distintas e as convicções de uma parte são tão boas quanto as convicções da outra parte. Diferenças em convicções devem decorrer, em última instância, de diferenças de informação. Um investidor com uma informação específica saberá que outros investidores possuem as suas próprias informações, e não se apressará em realizar um negócio”.

¹²¹ “With a lot of noise traders in the market, it now pays for those with information to trade. It even pays for people to seek out costly information which they will then trade on. Most of the time, the noise traders as a group will lose money by trading, while the information traders as a group will make money” (Ibidem. p. 531). Tradução livre: “Com muitos investidores ruidosos no mercado, agora vale a pena para aqueles que têm informação começar a negociar. Vale a pena até mesmo para pessoas buscarem informações custosas que eles então utilizarão para negociar. Na maior parte do tempo, investidores ruidosos como um grupo perderão dinheiro negociando, enquanto os investidores informados ganharão dinheiro em seu conjunto”.

¹²² Ibidem. p. 532.

A teoria tradicional do mercado eficiente pregava que agentes irracionais, como os investidores que negociam com ruído, seriam alvos de apostas contrárias de agentes racionais e, eventualmente, expelidos do mercado¹²³. Não obstante, investidores sofisticados têm maior aversão a risco e podem deparar-se com a possibilidade de que as expectativas eventualmente infundadas de investidores irracionais não se alterem no curto prazo ou até se fortaleçam¹²⁴.

Ademais, investidores racionais utilizam arbitragem de preços, que está, naturalmente, sujeita a riscos relativos à avaliação incorreta dos fundamentos do ativo negociado e da imprevisibilidade do seu futuro preço¹²⁶. Investidores ruidosos podem, ainda, limitar a atuação de investidores racionais ao forçá-los a reagir às suas decisões. Em outras palavras, investidores informados podem dedicar parte relevante de seus esforços na reação à atuação irracional de investidores ruidosos, em lugar de se preocuparem em negociar com base na melhor informação e nos fundamentos dos ativos¹²⁷.

Mesmo com a interferência de investidores ruidosos, a tendência é de que o preço retorne ao valor intrínseco do ativo ao longo do tempo em decorrência da atuação de investidores informados. Quanto mais a cotação do valor mobiliário se afastar do seu valor intrínseco, mais agressiva será a atuação dos investidores informados e, conseqüentemente,

¹²³ DE LONG, J. Bradford; SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H.; WALDMANN, Robert J. Noise Trader Risk in Financial Markets. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v. 98, p. 703-738, 1990. p. 704.

¹²⁴ *Ibidem*. p. 705.

¹²⁵ As expectativas de investidores ruidosos podem ser formadas com base em sinalizações de corretoras e gurus financeiros. Assim, embora infundadas, estas expectativas podem resistir por algum tempo, criando riscos para as apostas contrárias de investidores racionais (SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H. The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 4, p. 19-33, 1990. p. 23-24).

¹²⁶ *Ibidem*. p. 21.

¹²⁷ “Our model suggests that much of the behavior of professional arbitrageurs can be seen as a response to noise trading rather than as trading on fundamentals. Many professional arbitrageurs spend their resources examining and predicting the pseudosignals noise traders follow in order to bet against them more successfully. These pseudosignals include volume and price patterns, sentiment indices, and the forecasts of Wall Street gurus. Just as it pays entrepreneurs to build casinos to exploit gamblers, it pays rational investors to spend considerable resources to exploit noise traders” (DE LONG, J. Bradford; SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H.; WALDMANN, Robert J. *Op. cit.* p. 735). Tradução livre: “Nosso modelo sugere que muito do comportamento de agentes profissionais de arbitragem pode ser encarado como resposta à negociação ruidosa ao invés de negociação com base em fundamentos. Muitos profissionais de arbitragem gastam seus recursos examinando e prevendo os pseudosinais que investidores ruidosos seguem para poder apostar contra eles de forma bem-sucedida. Esses pseudosinais incluem padrões de volume e preço, indícios de sentimentos, e previsões de gurus de Wall Street. Da mesma forma que vale a pena construir cassinos para se aproveitar de apostadores, vale a pena para investidores racionais gastar recursos consideráveis para se aproveitar de investidores ruidosos”. No mesmo sentido: “[o]n that view, the key to investment success is not just predicting future fundamentals, but also predicting the movement of other active investors. [...] Not only do arbitrageurs spend time and money to predict noise trader moves, they also make active attempts to take advantage of these moves” (SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H. *The noise trader approach...* *Op. cit.* p. 26). Tradução livre: “neste sentido, a chave para o investimento de sucesso não é apenas prever os fundamentos futuros, mas também prever o movimento de outros investidores ativos. [...] Não apenas o profissional de arbitragem gasta tempo e dinheiro para prever os movimentos de investidores ruidosos, mas também engajam em tentativas para se aproveitar destes movimentos”.

mais rápido será o realinhamento da cotação e do valor intrínseco do ativo negociado com ruído¹²⁸.

A partir da ideia de que a cotação do valor mobiliário e de seu valor intrínseco tenderão a alinhar-se, mas não serão iguais, Fischer Black sugere que um mercado eficiente é aquele no qual estes dois valores estão relacionados em um fator de 2, isto é, a cotação do ativo não deve ser menor que a metade ou superior ao dobro do seu valor intrínseco¹²⁹. Desse modo, ao contrário do que sugere a hipótese do mercado eficiente, o modelo admite que, mesmo em um mercado eficiente, o preço do valor mobiliário e seu valor intrínseco podem apresentar relevante discrepância.

O reconhecimento da atuação de investidores ruidosos, portanto, faz necessário repensar o conceito de eficiência do mercado, pois leva à conclusão de que, mesmo nos mercados supostamente eficientes, o preço de valores mobiliários não será tão próximo do seu valor intrínseco tal como estimado pelas teorias financeiras tradicionais¹³⁰.

2.2.2 Os mecanismos de ineficiência do mercado de valores mobiliários

Nesta seção, investiga-se as razões para o comportamento irracional de investidores ruidosos e a relação desse comportamento com as recorrentes crises do mercado e com outras anomalias incompatíveis com a ideia de eficiência.

Se o mercado fosse guiado por investidores racionais, que utilizam informações para precificar corretamente ativos, crises como aquelas causadas pela bolha da internet no começo dos anos 2000 e pela quebra do mercado de financiamento imobiliário em 2008 não ocorreriam. Segundo os pressupostos teóricos da eficiência do mercado, investidores deveriam ser capazes de precificar corretamente os ativos de modo que os drásticos ajustes de preços que caracterizam momentos de crise não fossem necessários.

A existência de ruído no mercado, por si só, não fornece fundamentos suficientes para explicar as causas das crises no mercado. Como afirmado por Fischer Black, mesmo com o ruído do mercado, a tendência é de que o preço de valores mobiliários e o seu valor intrínseco se alinhem ao longo do tempo. Portanto, deve-se admitir que, além do ruído na transmissão de

¹²⁸ BLACK, Fischer. **Noise...** Op. cit. p. 532.

¹²⁹ Ibidem. p. 533.

¹³⁰ A este respeito, vide PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 68, p. 137-167, 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql& marg=DTR-2021-3235>. Acesso em: 07 de novembro de 2021. p. 10.

informações, há outros fatores que dificultam o funcionamento plenamente eficiente do mercado.

Em um dos trabalhos mais abrangentes sobre a ineficiência do mercado de valores mobiliários, Lynn Stout contesta a ideia de eficiência com base em três fatores: (i) investidores possuem expectativas heterogêneas, o que é ignorado por modelos tradicionais de precificação de ativos; (ii) há limites à arbitragem e ao ajuste de preços a novas informações divulgadas ao mercado e, portanto, as informações não são incorporadas ao preço de valores mobiliários de forma tão rápida e completa como sugere a hipótese do mercado eficiente; e (iii) investidores nem sempre agem de forma racional e, por vezes, tomam decisões de forma enviesada, conforme demonstrado por estudos desenvolvidos no campo das finanças comportamentais¹³¹.

Com relação ao primeiro fator, Lynn Stout argumenta que a hipótese do mercado eficiente e os modelos de precificação de ativos formulados com base nessa teoria presumem que as expectativas de investidores são homogêneas, gerando um argumento circular: se investidores precificam ativos com base em expectativas homogêneas, é natural que o preço de ativos reflita as expectativas de investidores¹³².

A presunção de que investidores possuem expectativas idênticas não encontra respaldo na realidade, segundo a autora, pois investidores formulam suas previsões com base em informações, experiências e perspectivas psicológicas distintas, o que os levam a conclusões diferentes sobre o futuro¹³³. Logo, a premissa de que investidores têm expectativas idênticas não passaria de uma ferramenta teórica artificial¹³⁴.

Por outro lado, a partir do momento em que se admite que investidores possuem expectativas heterogêneas, torna-se impossível alcançar equilíbrio no quadro teórico da hipótese do mercado eficiente, no qual os preços dos ativos negociados refletem todas as informações disponíveis a seu respeito. Para que seja possível alcançar o equilíbrio, é necessário ajustar a teoria de modo a admitir a existência de imperfeições do mercado, que seriam: (i) discordância entre investidores, isto é, expectativas heterogêneas; (ii) limites à venda a descoberto (*short selling*); e (iii) aversão a risco do investidor¹³⁵.

¹³¹ STOUT, Lynn. The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance. **The Journal of Corporate Law**, Iowa, v. 28, p. 635-669, 2003. p. 638.

¹³² Ibidem. p. 642.

¹³³ Idem. Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 99, p. 1235-1296, 1990. p. 1245.

¹³⁴ Ibidem. p. 1245.

¹³⁵ Idem. **The mechanisms of market inefficiency...** Op. cit. p. 642-643.

O modelo de precificação de ativos em mercado com presença de investidores com expectativas heterogêneas proposto por Lynn Stout pressupõe a existência de investidores pessimistas e otimistas e sugere que os limites à venda a descoberto e a aversão a risco farão com que investidores pessimistas estejam menos aptos a comprar um determinado valor mobiliário na medida em que seu preço aumenta¹³⁶.

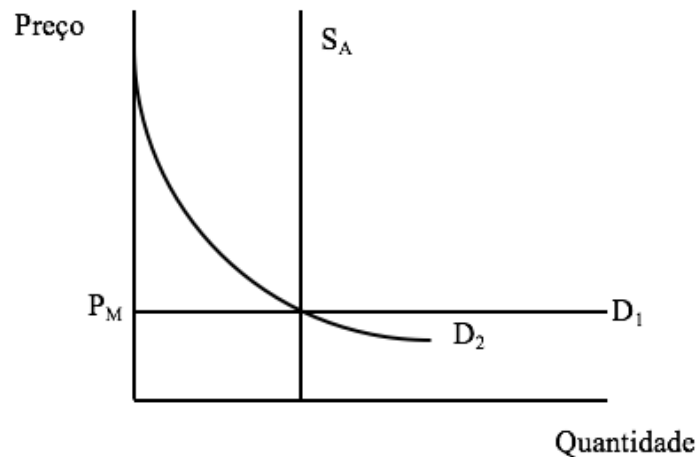
Ao contrário do modelo de precificação de ativos com base em expectativas homogêneas, que segundo Lynn Stout chegaria à conclusão de que os preços de valores mobiliários são perfeitamente elásticos em função da homogeneidade de expectativas de risco e retorno¹³⁷, o modelo de precificação de ativos com base em expectativas heterogêneas resultaria em uma curva de demanda convexa, onde menores preços de valores mobiliários atrairiam um número desproporcionalmente maior de compradores¹³⁸.

¹³⁶ “If the corporation wants to issue a larger quantity of stock than the most-optimistic investor is willing to buy, what can the firm do? One possibility is that the firm can get the most-optimistic investor to buy more shares by lowering the issue price. This is because lowering the price allows the optimist to see the stock as an even better bargain than it was before, creating a subjective ‘risk premium’ that the optimist believes compensates her for the increased diversifiable risk she suffers by increasing her holdings. Moreover, lowering price should also help the firm sell more shares by making the stock attractive to other relatively-optimistic investors, investors who also value the stock more highly than its newly reduced offering price, even if not so highly as the most-optimistic investor does.” (Idem. How efficient markets undervalue stocks: CAPM and ECMH under conditions of uncertainty and disagreement. *Cardozo Law Review*, Nova York, v. 19, p. 475-492, 1997. p. 482-483). Tradução livre: “Se a companhia desejar emitir uma quantidade de ações maior do que o investidor mais otimista estaria disposto a comprar, o que a companhia pode fazer? Uma possibilidade é que a companhia pode convencer o investidor mais otimista a comprar mais ações baixando o preço de emissão. Isso por que, ao abaixar o preço da ação, o otimista passa a enxergar a ação como uma barganha ainda melhor que era antes, criando um ‘prêmio de risco’ subjetivo que o otimista acredita compensar o aumento do risco diversificável que sofre ao aumentar a sua participação. Ademais, reduzir o preço de emissão pode também ajudar a companhia a vender mais ações ao fazer com que a ação fique mais atrativa para investidores menos otimistas, investidores que também valorizará mais a ação ao seu preço reduzido, ainda que não valorize na mesma medida que os investidores mais otimistas”.

¹³⁷ “According to conventional theory, in an efficient market all firms' shares should be accurately priced and no firm should be a bargain relative to any other. Thus, all stocks are perfect substitutes. Perfect substitutability in turn implies that the demand curve for any individual stock should be flat: below market price investors are willing to purchase an infinite amount of shares (because all perceive the stock to be a bargain), while above market price investors refuse to purchase even a single share (because all perceive the stock as overpriced). Conversely, firms can issue or repurchase even large quantities of shares at the prevailing market price without exerting any pressure on that price. In economic terms, the CAPM predicts that demand for individual stocks should be ‘perfectly elastic’” (Ibidem. p. 484). Tradução livre: “De acordo com a teoria convencional, em um mercado eficiente todas as ações são adequadamente precificadas e nenhuma companhia deveria ser uma barganha em comparação com outras. Assim, todas as ações seriam perfeitamente substituíveis umas pelas outras. Substituição perfeita, ao seu turno, faz com que a curva de demanda individual de qualquer ação seja achatada: abaixo do preço de mercado, investidores estão dispostos a adquirir um número infinito de ações (pois todos enxergam a ação como uma barganha), enquanto que, acima do preço de mercado, investidores se recusam a adquirir qualquer número de ações (pois todos enxergam as ações como muito caras). Desse modo, companhias podem emitir ou recomprar grandes quantidades de ações ao preço de mercado vigente sem exercer qualquer pressão no preço. Em termos econômicos, a CAPM [modelo de precificação de ativos financeiros] prevê que a demanda por ações será ‘perfeitamente elástica’”.

¹³⁸ “This prediction of a flat demand curve ultimately is an artifact of the CAPM's underlying assumption of investor homogeneity. (If all investors agree on what a stock is worth, inevitably all will want to buy at a price below that value, and sell at a price above that value.) As finance theorists have published more and more papers exploring asset pricing under conditions of expectations heterogeneity, the theoretical fragility of the prediction

Gráfico 1 – Demanda horizontal (expectativas homogêneas) x demanda convexa (expectativas heterogêneas)



Elaboração: elaborado pelo autor com base em estudo de Lynn A. Stout

O gráfico acima demonstra duas situações em um cenário de oferta de número fixo de ações de determinada companhia (representado por S_A): (i) assumindo-se que investidores têm expectativas idênticas, a demanda pela ação é inelástica (representada por D_1), pois todos os investidores precificam o ativo da mesma forma e, portanto, chegam ao mesmo preço; e (ii) assumindo-se que investidores têm expectativas distintas e precificam a ação de forma diferente, a curva de demanda pela ação é convexa¹³⁹ (representada por D_2). Em ambos os casos, o preço de mercado (P_M) é fixado na interseção entre a oferta de ações (S_A) e a demanda dos investidores (D_1 ou D_2 , conforme o caso).

of perfectly flat demand accordingly has become more apparent. Equally important, empirical studies have found overwhelmingly that the demand curves for stocks in fact slope significantly downwards” (Idem. **The mechanisms of market inefficiency...** Op. cit. p. 645). Tradução livre: “Essa previsão de demanda achatada, em última análise, é um artifício da suposição subjacente ao CAPM [modelo de precificação de ativos financeiros] de homogeneidade do investidor. (Se todos os investidores concordam em qual ação vale a pena, inevitavelmente todos desejarão comprar ao preço abaixo deste valor, e vender ao preço acima deste valor). Conforme financistas teóricos publicam mais e mais artigos explorando precificação de ativos sob condições de expectativas heterogêneas, a fragilidade teórica da previsão de demanda perfeitamente achatada tem ficado mais aparente. Igualmente importante, estudos empíricos têm revelado de forma significativa que a curva de demanda de ações, na verdade, inclina-se significativamente para baixo”.

¹³⁹ Sobre a convexidade da curva de demanda, Stout explica que expectativas de investidores sobre um valor mobiliário, ainda que distintas, se aglomerarão em torno de uma expectativa média e eventuais desvios serão aleatórios, resultando em uma distribuição normal de expectativas (Idem. **Are Takeover Premiums Really Premiums...** Op. cit. p. 1249).

O modelo de precificação de ativos com expectativas heterogêneas, segundo Lynn Stout, seria capaz de explicar fenômenos que as teorias tradicionais de precificação de ativos não previam, como a formação da bolha de companhias de tecnologia no fim dos anos 1990 e algumas anomalias de mercado¹⁴⁰. Em um ambiente onde expectativas variam e diferem umas das outras, excessos nas cotações de valores mobiliários podem ocorrer em função da prevalência momentânea de investidores demasiadamente otimistas sobre investidores mais conservadores.

Além de criticar os modelos de precificação de ativos baseados na hipótese do mercado eficiente, Lynn Stout contesta a ideia de que o mercado de valores mobiliários é capaz de incorporar rapidamente as informações divulgadas ao mercado no preço dos valores mobiliários. A autora ressalta que grande parte dos estudos empíricos sobre a reação de mercados a novas informações tem como base eventos de grande impacto e fácil compreensão, como operações societárias e desdobramento de ações¹⁴¹.

Entretanto, estudos que buscaram analisar informações de maior complexidade, como negociações por *insiders* divulgadas ao mercado e resultados financeiros, chegaram a resultados distintos. Em alguns casos, os preços demoravam a reagir às novas informações, enquanto, em outros casos, o preço do valor mobiliário respondia às novas informações por longos períodos após a sua divulgação¹⁴².

As oscilações não esperadas dos preços de valores mobiliários poderiam ser explicadas pela existência de limites à arbitragem de preços, principalmente em função dos custos e do risco que a atividade apresenta, sendo mais difícil lucrar com arbitragem no caso de oscilação de preços causada por informações complexas do que no caso de oscilação causada por informações simples e de fácil compreensão¹⁴³.

Por fim, Lynn Stout ressalta que a eficiência do mercado também tem sido contestada pelo desenvolvimento das finanças comportamentais, que buscam explicar anomalias de

¹⁴⁰ Idem. **The mechanisms of market inefficiency...** Op. cit. p. 647-648.

¹⁴¹ Ibidem. p. 653.

¹⁴² Ibidem. p. 653-654.

¹⁴³ Neste sentido: “arbitrage is always costly, and often risky as well: arbitrageurs must hope the market reacts slowly enough for them to be able to get in at a discount, but quickly and completely enough for them to be able to get out at a profit. Thus it will be difficult to profit in a market where the minority of investors who pay attention to difficult-to-process information react quickly, and the balance remain ‘asleep at the switch’ and never react at all” (Ibidem. p. 659). Tradução livre: “arbitragem é sempre custosa, e geralmente arriscada também: profissionais de arbitragem esperam que o mercado reaja devagar o suficiente para que eles possam aproveitar oportunidades com desconto, mas rápido e de forma completa o suficiente para que eles possam sair da sua posição com lucro. Assim, seria difícil lucrar em um mercado no qual apenas uma minoria dos investidores presta atenção para informações difíceis de processar e reagem de forma rápida, enquanto os demais ‘dormem no ponto’ e nunca reagem”.

mercado com base, sobretudo, na psicologia, sugerindo que investidores nem sempre se comportam de forma racional e, por vezes, tomam decisões de forma enviesada¹⁴⁴.

Embora Lynn Stout tenha contestado a hipótese do mercado eficiente que fora proposta por Eugene Fama e os demais economistas que ajudaram a dar corpo à teoria, é preciso destacar que a autora não negou, de forma absoluta, que a cotação de valores mobiliários não reflete, em algum grau, os fundamentos das atividades empresárias subjacentes. Tampouco negou que investidores utilizem informações para tomar decisões e precificar ativos financeiros.

A conclusão oferecida pela autora é de que o preço de valores mobiliários não reflete de forma tão próxima o seu valor intrínseco, conforme sugere a hipótese do mercado eficiente¹⁴⁵. Dito de outra forma, o mercado não seria tão eficiente em promover o alinhamento entre a cotação de valores mobiliários negociados e o valor econômico da atividade empresária que eles representam, sendo essa discrepância maior e mais grave do que os defensores da hipótese do mercado eficiente admitem.

Dos três fatores apontados por Lynn Stout para expor a ineficiência do mercado (preferências heterogêneas de investidores, limites à arbitragem e ao ajuste de preços a novas informações e evidências da economia comportamental acerca da irracionalidade e viés

¹⁴⁴ “Conventional efficient market theory, like economic theory in general, subscribes to a model of human behavior that might be described as the homo economicus model. According to this model, human beings are rational actors with stable preferences who are concerned exclusively with promoting their own welfare. In lay terms, homo economicus is a cool, calculating, level-headed actor who is never misled by emotion and who never makes foolish mistakes. Real people, of course, are not always rational. Sometimes we are misled by our emotions, and sometimes we make foolish mistakes. The fundamental insight of behavioral finance is that human emotion and error can influence investment choices just as they influence choices to play lotteries or wear seatbelts. The trick, of course, is to figure out in advance just how this influence operates. To do this, behavioral finance theorists rely on the psychological literature, and especially on empirical studies of human behavior in experimental games, to identify predictable forms of ‘cognitive bias’ that lead people consistently to make mistakes” (Ibidem. p. 660). Tradução livre: “A teoria convencional do mercado eficiente, como a teoria econômica em geral, adota um modelo de comportamento humano que pode ser descrito como o modelo do *homo economicus*. De acordo com este modelo, seres humanos são atores racionais com preferências estáveis que estão preocupados exclusivamente com a promoção de seu próprio bem-estar. Em termos simples, o *homo economicus* é frio, calculista e equilibrado, que nunca se deixa levar pela emoção e nunca comete erros tolos. Pessoas reais, obviamente, não são sempre racionais. Às vezes somos levados por nossas emoções, e às vezes cometemos erros tolos. O ponto fundamental das finanças comportamentais é que a emoção humana e o erro podem influenciar escolhas de investimento da mesma forma que influenciam decisões de apostar na loteria ou usar o cinto de segurança. O truque, claramente, é prever como essa influência opera. Para isso, teóricos das finanças comportamentais se apoiam na literatura da psicologia, especialmente em estudos empíricos de comportamento humano em jogos experimentais, para identificar formas previsíveis de ‘viés cognitivo’ que leva pessoas a consistentemente cometer erros”.

¹⁴⁵ “This is not to say that market prices do not respond quickly to certain kinds of information, or that prices are utterly divorced from reasonable estimates of value. But the evidence at this point does not support the close correlation between price and value predicted by orthodox efficient markets theory” (Ibidem. p. 668). Tradução livre: “Isso não significa dizer que preços de mercado não respondem de forma rápida a certos tipos de informação, ou que preços de mercado são profundamente distantes de estimativas razoáveis de valor. Mas a evidência atual não dá suporte à correlação próxima entre preço e valor prevista pela teoria ortodoxa do mercado eficiente”.

cognitivo dos investidores), o mais relevante ataque à ideia de eficiência do mercado parece ser o terceiro, decorrente das teorias desenvolvidas no campo da economia comportamental. Portanto, essas teorias merecem uma análise mais detida.

As teorias da economia comportamental exploram a interseção entre a economia e a psicologia, muitas vezes contestando a premissa de que agentes econômicos agem de forma racional. Ao examinar mercados futuros, por exemplo, Kenneth J. Arrow afirmou que a incompatibilidade entre a volatilidade que seria observada em um mercado com agentes racionais e o mercado real poderia ser explicada pela psicologia cognitiva¹⁴⁶. O autor cita estudos indicando que algumas pessoas tomam decisões sem levar em consideração as informações do passado e dimensionando de forma incorreta as informações do presente. Em outras palavras, a reação de investidores do mercado de valores mobiliários a novas informações seria desproporcional¹⁴⁷.

Assim, investidores subestimam a possibilidade de surpresas no futuro e não precificam corretamente a incerteza, reagindo de forma desproporcional quando algo inesperado acontece¹⁴⁸. Além de subestimar as incertezas, investidores também seriam afetados pelo contexto. Kenneth Arrow cita estudos na área de psicologia apontando que a forma com que uma questão é formulada a uma pessoa afeta a sua resposta¹⁴⁹. Portanto, a forma e o contexto no qual uma oportunidade de investimento se apresenta podem afetar a decisão do investidor.

Robert J. Shiller, vencedor do Prêmio Nobel de Economia em 2013 juntamente com Eugene Fama, é um dos mais conhecidos representantes da economia comportamental aplicada ao mercado de valores mobiliários e sugere que há âncoras psicológicas que determinam o comportamento dos investidores, classificadas como quantitativas e morais.

As âncoras quantitativas são dados objetivos que condicionam a avaliação do investidor, como a última cotação do valor mobiliário ou a oscilação no preço de valores mobiliários semelhantes¹⁵⁰. As âncoras morais, por sua vez, advêm da análise comparativa por investidores das motivações e razões para manterem seus investimentos em relação à sua

¹⁴⁶ ARROW, Kenneth J. **Risk perception in psychology and economics**. Disponível em <https://apps.dtic.mil/dtic/tr/fulltext/u2/a111671.pdf>. Acesso em 16 de janeiro de 2020. p. 9.

¹⁴⁷ “It is a plausible hypothesis that individuals are unable to recognize that there will be many surprises in the future; in short, as much other evidence tends to confirm, there is a tendency to underestimate uncertainties” (Ibidem. p. 10). Tradução livre: “É uma hipótese plausível que indivíduos sejam incapazes de reconhecer que haverá muitas surpresas no future; de forma resumida, como muitas outras evidências tendem a confirmar, há uma tendência a subestimar incertezas”.

¹⁴⁸ Ibidem. p. 10-11.

¹⁴⁹ Ibidem. p. 12-13.

¹⁵⁰ SHILLER, Robert J. **Irrational Exuberance**. 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 2015. p. 166-167.

necessidade perceptível de consumo¹⁵¹. Enquanto as âncoras quantitativas estabeleceriam referências (quantitativas) para a tomada de decisão de investimento, as âncoras morais estariam relacionadas à influência exercida por narrativas e justificativas para investir¹⁵².

As limitações cognitivas refletir-se-iam, ainda, no comportamento de investidores tomados em seu conjunto. Robert Shiller aponta que investidores são suscetíveis a comportamento de manada, pois, ao levarem em consideração as decisões alheias, tendem a agir de forma semelhante¹⁵³. O comportamento coletivo pode se alastrar como uma epidemia por meios de comunicação de massa e comunicação boca a boca¹⁵⁴.

Se limitações cognitivas levam investidores a agir de forma irracional, agentes racionais seriam capazes de aproveitar oportunidades de arbitragem, fazendo com que o mercado selecione apenas os agentes mais racionais e menos afetados por essas limitações¹⁵⁵.

Em resposta a essa contestação, Kenneth J. Arrow cita as mesmas limitações ao comportamento racional mencionadas por Lynn Stout, sustentando que (i) nem todas as possibilidades de arbitragem existem e que, (ii) ainda que todos sejam irracionais, isso não significa que seja possível ganhar dinheiro sendo racional, pois há limitações no aproveitamento das oportunidades e o valor de ativos financeiros também depende da expectativa de pessoas sobre os possíveis ganhos¹⁵⁶.

¹⁵¹ “With moral anchoring, the market is tied down by people’s comparison of the intuitive force of stories and reasons to hold their investment against their perceived need to consume the wealth that these investments represent” (Ibidem. p. 167). Tradução livre: “Com a âncora moral, o mercado está amarrado às comparações feitas pelas pessoas entre a força intuitiva das histórias e razões para manter os seus investimentos a despeito de suas necessidades de consumir a riqueza que estes investimentos representam”.

¹⁵² Ibidem. p. 168.

¹⁵³ Ibidem. p. 175-176.

¹⁵⁴ Ibidem. p. 180-187.

¹⁵⁵ ARROW, Kenneth J. **Risk perception...** Op. cit. p. 13.

¹⁵⁶ “There are two rebuttals to the counterargument: (i) Not all arbitrage possibilities exist. For example, corporate profits, even though down, are very distinctly positive in real terms, after all necessary adjustments, including taxes. Yet there seems no way by which the average investor in corporate securities can get a positive real rate of return. (2) More important, if everyone else is ‘irrational,’ it by no means follows that one can make money by being rational, at least in the short run. With discounting, even eventual success may not be worthwhile. Consider for example a firm that engages in research and development which depresses the current profit and loss statement. Irrational investors look only at this information, and therefore the price of the stock is below the expected value of future dividends based on the profitable outcomes of the research and development. In a perfectly working market with rational individuals, stock prices would gradually rise as the realization date approaches, but prices in the actual market would be constant. A rational investor would understand the future value of the stocks, but he or she could not realize any part of this gain during the gestation period. While the rational investor may get rewarded eventually if the stock is held long enough, he or she is losing liquidity during an intervening period which may be long. Hence, the demand for the stock even by the rational buyers will be depressed. As Keynes argued long ago, the value of a security depends in good measure on other people’s opinions” (Ibidem. p. 14). Tradução livre: “Há duas respostas ao contra-argumento: (i) Nem todas as possibilidades de arbitragem estão disponíveis. Por exemplo, lucros empresariais, embora possam cair, podem ser positivos em termos reais, considerados os ajustes necessários, incluindo tributos. Ainda assim, parece não haver forma de o investidor médio em ações obter um retorno real positivo. (2) Mais importante, se todos são ‘irracionais’, isso não significa que alguém pode ganhar dinheiro sendo racional, ao menos no curto prazo. Com descontos, mesmo o sucesso eventual pode não valer a pena. Considere por exemplo uma companhia que

Embora não seja o objetivo deste estudo exaurir os argumentos a respeito da irracionalidade de investidores e ineficiência do mercado, cumpre apenas ressaltar que a ideia do mercado eficiente não é hegemônica. Ao contrário, há respeitáveis opiniões e evidências de que, em certas circunstâncias, o mercado funciona de forma ineficiente, o que, por vezes, pode gerar efeitos mais amplos, dando ensejo às recorrentes manias, pânico e crises do mercado de valores mobiliários, que serão abordados na seção a seguir.

2.2.3 Manias, pânico e crises no mercado de valores mobiliários

As crises e pânico do mercado de valores mobiliários são os eventos que melhor representam o funcionamento ineficiente dos mecanismos de troca. Edward Chancellor caracteriza as crises como carnavais do capitalismo, traçando um paralelo com os períodos carnavalescos em cidades medievais, pois em ambos os casos a prudência e os valores eram momentaneamente deixados de lado¹⁵⁷. O autor relaciona as crises dos mercados financeiros ao espírito de especulação, que seria caracterizado pela anarquia e pela irreverência, que ama a liberdade e abomina qualquer tipo de restrição¹⁵⁸.

Ainda que as crises do mercado sejam marcadas, de fato, por períodos de negociação e oscilação de preços mais intensos do que o comum, a visão romântica de Edward Chancellor não necessariamente corresponde à realidade. Esta seção busca demonstrar que períodos de crise estão intrinsecamente relacionados a rupturas sociais, econômicas ou institucionais que,

conduza pesquisa e desenvolvimento que reduza os resultados. Investidores irracionais analisarão apenas esta informação, e portanto o preço da ação ficará abaixo do valor esperado de dividendos futuros baseado nos resultados lucrativos de pesquisa e desenvolvimento. Em um mercado perfeito com investidores racionais, o preço da ação aumentaria gradualmente conforme a data de realização dos investimentos se aproximasse, mas os preços do mercado de fato seria constante. Um investidor racional entenderia o valor futuro das ações, mas não realizaria nenhuma parte do seu ganho durante o período de amadurecimento. Enquanto o investidor racional pode ser recompensado eventualmente se mantiver as suas ações por um período longo o suficiente, ele estará, durante esse período, perdendo liquidez. Desse modo, a demanda pela ação seja reduzida mesmo com relação aos investidores racionais. Conforme Keynes defendeu no passado, o valor de uma ação depende, em grande parte, da opinião de outras pessoas”.

¹⁵⁷ “The carnival offered a moment of release from the rigidities and religious demands of the medieval world, when the traditional social hierarchy was inverted and the village idiot became carnival king. Although the modern market economy is far freer than its medieval antecedent, it has created new tensions. While the carnival deliberately undermined the authority of the Church, the speculative mania reverses the nostrums of capitalism such as devotion to a professional calling, honesty, thrift, and hard grind. Like the carnival, it provides only a temporary release, since when the mania collapses these values are reinforced” (CHANCELLOR, Edward. **Devil take the hindmost: a history of financial speculation**. Londres: Plume, 2000. p. 28). Tradução livre: “O carnaval oferecia um momento de libertação da rigidez e demandas religiosas do mundo medieval, quando a hierarquia da sociedade tradicional era invertida e o idiota da vila se tornava o rei do carnaval. Embora a economia de mercado moderna seja muito mais livre que a sua antecessora medieval, ela criou novas tensões. Enquanto o carnaval deliberadamente desafiava a autoridade da Igreja, a mania especulativa reverte os valores do capitalismo como devoção à vocação profissional, honestidade, austeridade e trabalho duro. Como o carnaval, ela fornece uma libertação temporária, já que, quando a mania entre em colapso, estes valores são reforçados”.

¹⁵⁸ Ibidem. p. 29.

de alguma maneira, alteram as perspectivas de investidores sobre o futuro, aumentando o grau de incerteza na tomada de decisão.

Para os fins do presente trabalho, a breve análise das crises do mercado financeiro e de valores mobiliários, inclusive no Brasil, demonstra que os preços de valores mobiliários nem sempre se comportam de forma compatível com o seu valor intrínseco, como sugerem os pressupostos da eficiência.

No clássico estudo de Charlie P. Kindleberger e Robert Z. Aliber, intitulado “*Manias, pânico e crises*”, os autores utilizam modelo desenvolvido pelo economista Hyman Minsky para descrever o ciclo de uma crise econômica: (i) em primeiro lugar, um fato exógeno ao sistema macroeconômico cria oportunidades de lucro em, ao menos, um setor importante da economia, gerando otimismo; (ii) a lucratividade estimula a oferta de crédito, que se expande rapidamente; (iii) a rápida expansão do setor econômico estimulado e a expansão do crédito retroalimentam-se e o otimismo espalha-se para outros mercados, incentivando a aceleração de consumo e investimentos; (iv) o rápido crescimento de consumo e investimento gera euforia, atraindo grande contingente de investidores ao mercado; (v) a intensificação da euforia gera negociação em excesso, que se alimenta do otimismo do mercado; (vi) os ganhos auferidos no mercado criam um efeito de manada, atraindo investidores cada vez menos sofisticados; e (vii) por fim, após determinado período de investimentos alavancados, o ímpeto de compradores diminui, fazendo com que os preços caiam e os investidores tenham dificuldades de honrar os empréstimos que contraíram, iniciando uma corrida pela venda de ativos¹⁵⁹.

As manias e febres do mercado iniciam-se com algum tipo de ruptura que estimula o otimismo e reduz as percepções de risco de investidores. Essa ruptura deve ser algo capaz de alterar o panorama econômico, como guerras, mudanças políticas de grande repercussão, revoluções, restaurações, mudanças de regime, motins etc.¹⁶⁰.

O desenvolvimento da crise, por sua vez, deve-se às limitações à tomada de decisão racional¹⁶¹. Há diversas explicações para o comportamento irracional como propulsor de crises econômicas, desde teorias que apontam para o comportamento de manada de

¹⁵⁹ KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, pânico e crises: a história das catástrofes econômicas mundiais**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 32-39.

¹⁶⁰ Ibidem. p. 66-67.

¹⁶¹ “De acordo com a formulação de Minsky, essas ondas de otimismo começaram com um ‘deslocamento’ ou choque, que levaram a um crescimento no otimismo dos investidores empresas de negócios e financiadores bancários. Expectativas mais confiantes de um fluxo constante de prosperidade e um aumento nos lucros induzem os investidores a comprar ações mais arriscadas; os bancos fazem empréstimos mais ousados nesse ambiente mais otimista. O otimismo aumenta e pode se tornar autorrealizável até que evolua para uma mania” (Ibidem. p. 52).

investidores, até teorias que supõem uma redução gradual da capacidade de avaliar a realidade durante períodos de aumento de preços, diferenças no nível de racionalidade entre grupos de investidores distintos, irracionalidade do grupo como resultado da soma das racionalidades individuais, reações exageradas a mudanças de condições econômicas e a utilização de modelos incorretos¹⁶². O comportamento irracional de investidores e a euforia com as novas perspectivas econômicas resultam em uma expansão do crédito, que apenas alimenta o processo de distorção dos preços¹⁶³.

O estopim da crise é, geralmente, iniciado por uma mudança no estado de espírito de investidores, e pode ser causada, por exemplo, pela redução de preços decorrente da realização de ganhos por investidores mais experientes, os quais buscam garantir os seus resultados¹⁶⁴. A redução do nível de preços pode causar dificuldades financeiras e afetar a oferta de crédito, o que acaba por gerar perda de confiança dos investidores e dos agentes de mercado como um todo¹⁶⁵. Por fim, “[a] quebra ou pânico que se segue às dificuldades financeiras pode ocorrer imediatamente ou em questão de semanas ou com atraso de vários anos”¹⁶⁶.

O roteiro dos desastres econômicos proposto por Charlie Kindleberger e Robert Aliber pode ser observado nas principais crises do mercado já registradas na história.

A famosa crise das Tulipas, que ocorreu nos Países Baixos no século XVII – apontada por muitos como a primeira “bolha especulativa” da história –, foi precedida por um período de grande prosperidade e otimismo econômico¹⁶⁷. Já naquela época, os holandeses valorizavam as flores, associadas à representação da riqueza, sendo a tulipa a mais valorizada de todas¹⁶⁸. Com base nos registros existentes, a crise foi iniciada pela negociação de espécies raras de tulipas e a criação de um mercado futuro de tulipas, o qual, possivelmente, forneceu o crédito necessário para o desenvolvimento da crise, sendo que o preço de uma única flor

¹⁶² Ibidem. p. 51.

¹⁶³ “Manias especulativas ganham velocidade com a expansão do crédito. A maioria dos aumentos no fornecimento de crédito não leva a uma mania – mas quase todas as manias foram associadas ao rápido crescimento do crédito para um grupo particular de devedores” (Ibidem. p. 77).

¹⁶⁴ Ibidem. p. 105-106.

¹⁶⁵ Ibidem. p. 112-117.

¹⁶⁶ Ibidem. p. 119.

¹⁶⁷ CHANCELLOR, Edward. Op. cit. p. 14-15.

¹⁶⁸ Ibidem. p. 15.

poderia ultrapassar o valor de uma casa em até 3 (três) vezes¹⁶⁹ e crescia de forma acelerada¹⁷⁰.

A quebra do mercado de tulipas ocorreu em 3 de fevereiro de 1637 e, embora sem razão aparente, é provável que tenha decorrido da aproximação da data de entrega prevista nos contratos futuros então celebrados¹⁷¹. Os efeitos da crise não se alastraram pela economia dos Países Baixos, mas foram sentidos até 1638, quando o governo permitiu que os contratos de entrega futura de tulipas fossem anulados mediante o pagamento de 3,5% (três e meio por cento) do preço acordado¹⁷².

Com relação especificamente ao mercado de valores mobiliários, as primeiras grandes crises ocorreram na Inglaterra. Desde o século XVII, o mercado inglês sofria com ofertas de ações de companhias sem fundamentos econômicos, esquemas fraudulentos, corrupção na alocação de ações (isto é, entrega de ações a agentes públicos em troca de favorecimento), manipulação de mercado e disseminação de rumores¹⁷³.

No entanto, a primeira grande crise com efeitos generalizados sobre a economia ocorreu com o lançamento da *South Sea Company*, cujo objeto social era adquirir a dívida soberana e oferecer aos acionistas um rendimento fixo decorrente do pagamento de juros, em uma espécie de securitização da dívida pública¹⁷⁴. Como a aquisição da dívida soberana ocorria pela troca de ações da *South Sea Company* por títulos detidos por pessoas físicas, havia incentivo para o aumento constante do preço das ações, de modo que menos ações eram necessárias para adquirir parcelas cada vez maiores da dívida¹⁷⁵.

¹⁶⁹ Ibidem. p. 15-18.

¹⁷⁰ “O preço das tulipas holandesas aumentou em centenas de pontos percentuais no outono de 1636 – e a elevação nos preços das espécies mais exóticas de bulbos foram ainda maiores” (KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. Op. cit. p. 136).

¹⁷¹ CHANCELLOR, Edward. Op. cit. p. 19.

¹⁷² Ibidem. p. 20.

¹⁷³ “In the stock market of the 1690’s, the line between commendable self-interest and arrant fraud was frequently crossed: sham companies were launched for the enrichment of projectors, share prices were manipulated, and false rumors were circulated. [...] Shares were also used to purchase political influence” (Ibidem. p. 48-49). Tradução livre: “No mercado de ações de 1690, a linha entre o interesse próprio aceitável e fraude arrogante era frequentemente cruzada: companhias fraudulentas eram lançadas para enriquecimento de seus fundadores, preços de ações eram manipulados, e falsos rumores eram espalhados. [...] Ações eram também usadas para comprar influência política”.

¹⁷⁴ Ibidem. p. 62.

¹⁷⁵ “The details of the South Sea scheme are difficult to bear in mind and for the sake of simplicity it is well to remember two facts: (i) The higher the South Sea share price, the fewer shares were exchanged for annuities and the greater the profit to be divided between the company and the government. (ii) The higher the value of the South Sea shares, the greater the market value of the shares received by the annuitants upon conversion” (Ibidem. p. 63). Tradução livre: “Os detalhes do esquema da South Sea são difíceis de ter em mente e, para fins de simplicidade, é recomendável lembrar dois fatos: (i) Quanto maior a cotação das ações da South Sea, menor era o número de ações trocadas por anuidades e maior era o lucro a ser dividido entre a companhia e o governo. (ii) Quanto maior o valor das ações da South Sea, maior era o valor de mercado das ações recebidas pelos detentores de anuidade mediante conversão”.

De modo a estimular a demanda pelas ações da companhia e manter a tendência de alta da sua cotação, a administração da *South Sea Company* autorizou a concessão de empréstimos com recursos da própria companhia para subscritores de novas ações em ofertas públicas, sendo os empréstimos garantidos com o penhor das próprias ações adquiridas¹⁷⁶.

A crise da *South Sea Company* foi deflagrada após o 4º (quarto) aumento de capital bem-sucedido da companhia, quando o preço das ações caiu quase 20% (vinte por cento), em parte em razão da concorrência criada pelo lançamento de ações ao mercado por outras companhias (chamadas, pejorativamente, de “*bubble companies*” em função de solidez econômica, por vezes, duvidosa). De modo a reprimir a concorrência das *bubble companies*, os administradores da *South Sea Company* utilizaram sua influência política para aprovar o *Bubble Act* de 1720, que tornava ilegal a constituição de companhias sem autorização parlamentar e proibia companhias existentes de ingressarem em novos mercados sem prévia autorização¹⁷⁷.

Ironicamente, o *Bubble Act* de 1720 teve o efeito contrário ao esperado pelos administradores da *South Sea Company*. Ao invés de eliminar a concorrência e permitir que as ações da companhia continuassem a se valorizar, a nova legislação e as iniciativas do governo contra as “*bubble companies*” geraram pânico e perdas generalizadas no mercado, fazendo a cotação de todas as ações despencar, inclusive as da *South Sea Company*, cujo valor chegou a apresentar queda de 75% (setenta e cinco por cento)¹⁷⁸.

Mais de dois séculos mais tarde, a crise da Bolsa de Nova York de 1929 estabeleceu um marco para a regulamentação do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos, tendo sido seguida pela promulgação da Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*) e da Lei de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*), além, é claro, da criação da SEC.

Como em outras crises, os fatos de 1929 foram precedidos por novidades e períodos de prosperidade, que geraram um clima de otimismo nos investidores. Uma das principais novidades foi a criação do *Federal Reserve System* em 1913, que serviria como mecanismo para evitar novas crises financeiras¹⁷⁹. A isso, somou-se uma série de fatores que

¹⁷⁶ Ibidem. p. 68.

¹⁷⁷ Ibidem. p. 82.

¹⁷⁸ Ibidem. p. 83-84.

¹⁷⁹ “Before this date [1913], financial crises in the United States had been exacerbated by the absence of a central bank to provide funds to the banking sector during periods of instability. [...] As a result, bankers and speculators alike were lulled into a false security which led them to operate irresponsibly, exacerbating the severity of the ensuing crisis” (Ibidem. p. 192). Tradução livre: “Antes desta data [1913], crises financeiras nos Estados Unidos tinham sido exacerbadas pela inexistência de um banco central para fornecer fundos ao setor bancário durante períodos de instabilidade. [...] Como resultado, banqueiros e especuladores foram seduzidos

potencializaram a sensação de otimismo dos investidores, como o crescimento econômico dos Estados Unidos durante a década de 1920 (que ficaria conhecida como “*Roaring Twenties*”), a profissionalização da administração das companhias, proporcionada pela criação de escolas especializadas como a *Harvard School of Business*, a postura liberal da administração federal com relação à economia, a ideia de que o investimento em ações era menos arriscado, no longo prazo, do que investimento em renda fixa, dentre outros¹⁸⁰.

Além da onda de otimismo, os anos que precederam a crise de 1929 também foram marcados pela expansão do crédito. No mercado de valores mobiliários, ações eram muitas vezes compradas com crédito (por meio de *margin loans*) e as próprias companhias operavam com altos níveis de alavancagem financeira¹⁸¹.

Não houve um evento isolado que tenha servido de estopim para a crise. Ao contrário, especula-se que diagnósticos conservadores sobre a economia por especialistas e anúncios sobre a redução do ritmo de investimentos por companhias tenham minado a onda de otimismo no mercado aos poucos, até os acontecimentos de 24 de outubro de 1929 (a chamada “*Black Thursday*”), quando se iniciou um processo acelerado de liquidação de investimentos em ações na Bolsa de Valores de Nova York¹⁸². A rápida e vertiginosa queda na cotação das ações rapidamente teve reflexos no resto da economia, fazendo com que os Estados Unidos mergulhassem naquela que, até hoje, é considerada a sua pior e mais severa crise¹⁸³.

No início dos anos 2000, o mundo testemunhou mais uma crise do mercado de valores mobiliários de proporções relevantes, novamente iniciada nos Estados Unidos. Embora as condições sociais e econômicas para formação de uma bolha estivessem presentes à época (notadamente, as transformações promovidas pelo desenvolvimento da informática e da internet no final da década de 1990), o principal motivador da crise que veio a ser conhecida como “bolha da internet” (*dot-com bubble*) foi, na realidade, uma série de fraudes contábeis cometidas por companhias como *Enron* e *WorldCom*, que contavam com a complacência (e, por vezes, até o auxílio) de auditores independentes e outros *gatekeepers* (guardiães) do mercado para manipular os seus dados financeiros¹⁸⁴. Como reação às fraudes contábeis que

por uma falsa segurança que os levou a operar de forma irresponsável, exacerbando a severidade da crise que se seguiu”.

¹⁸⁰ Ibidem. p. 192-194.

¹⁸¹ Ibidem. p. 207.

¹⁸² Ibidem. p. 214-216.

¹⁸³ Ibidem. p. 217-225.

¹⁸⁴ “Entre os anos de 2001 e 2002, os Estados Unidos, em particular, e o mundo assistiram o desenrolar de uma série de escândalos contábeis e financeiros envolvendo companhias e profissionais dos mercados financeiro e de valores mobiliários, levando ao desaparecimento de diversas instituições e ao descrédito em relação aos

marcaram essa crise, foi promulgada em 30 de julho de 2002, nos Estados Unidos, a Lei *Sarbanes-Oxley*, possivelmente, uma das mais rígidas leis societárias norte-americanas promulgadas desde a década de 1930¹⁸⁵.

A última e mais recente grande crise financeira ocorreu no ano de 2008 e, embora tenha afetado o sistema financeiro como um todo, não foi iniciada pelo mercado de ações. Sua causa tem sido associada com a expansão do crédito imobiliário nos Estados Unidos no começo da década de 2000 e seus efeitos alastraram-se pelo resto da economia em função de mecanismos de securitização, por meio dos quais a dívida imobiliária era usada como lastro de títulos ofertados e negociados no mercado¹⁸⁶.

Diferentemente de outras crises do mercado, nas quais o crédito agiu apenas como catalizador de um processo de negociação excessiva e seu posterior declínio, em 2008 a expansão do crédito estava no epicentro do problema. A deflagração da crise ocorreu pelo inadimplemento de empréstimos imobiliários que davam lastro aos títulos negociados no mercado, reduzindo significativamente o seu valor e liquidez¹⁸⁷. Da mesma forma que a crise do começo da década havia gerado a Lei *Sarbanes-Oxley*, a crise de 2008 resultou na promulgação da Lei *Dodd-Frank* em 21 de julho de 2010, a qual promoveu ampla reforma no quadro regulatório do sistema financeiro norte-americano¹⁸⁸.

O mercado de valores mobiliários brasileiro não deixou de ter as suas próprias crises ao longo da história. Para os fins do presente trabalho, importa endereçar brevemente as duas que tiveram maior impacto econômico e político: o Encilhamento de 1891 e a crise de 1971.

Seguindo o roteiro de outras tantas crises do mercado ao longo dos anos, o Encilhamento de 1891 teve início com eventos que promoveram grandes mudanças sociais e econômicas no Brasil: a abolição da escravidão, com a promulgação da Lei nº 3.353, de 13 de maio de 1888 (Lei Áurea), e a Proclamação da República, em 15 de novembro de 1889¹⁸⁹.

profissionais de mercado envolvidos. As fraudes do período envolveram companhias em estado de maturidade diferente daquelas iniciantes envolvidas na chamada bolha das empresas de tecnologia dos anos 90. Exemplo daquelas são a Enron e WorldCom, os casos emblemáticos da época, além de empresas como Global Crossing, Tyco e Parmalat, todas instituições já consolidadas em seus ramos de atividade e de significativa participação na economia dos países onde atuavam” (HAENSEL, Taimi. Op. cit. p. 24).

¹⁸⁵ MICKLETHWAIT, John; WOOLRIDGE, Adrian. **The Company: a short history of a revolutionary idea**. Nova York: The Modern Library, 2005. p. 151.

¹⁸⁶ HAENSEL, Taimi. Op. cit. p. 42-47.

¹⁸⁷ Ibidem. p. 56-57.

¹⁸⁸ Um extenso estudo das principais mudanças promovidas pelo Dodd-Frank Act foi realizado por Taimi Haensel. Vide HAENSEL, Taimi. Op. cit. p. 121-132.

¹⁸⁹ “A vida do Encilhamento pode ser medida. Ela transcorreu desde a Abolição da Escravatura, em 13 de maio de 1888, passou pela Proclamação da República, em 15 de novembro de 1889, pela demissão de Ruy Barbosa, em fevereiro de 1891 e prosseguiu até a ascensão do marechal Floriano Peixoto à Presidência, em 23 de novembro de 1891” (CARVALHO, Ney. **O encilhamento: anatomia de uma bolha brasileira**. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas, 2004. p. 68).

Esses dois eventos provocaram impactos em um mercado que, no final do século XIX, se encontrava em pleno desenvolvimento. À época, as sociedades anônimas e as captações de recurso no mercado já eram parte da realidade econômica brasileira. Em 17 de janeiro de 1888, havia registro de negociação na bolsa do Rio de Janeiro de “ações de 95 companhias e 46 emissões de debêntures de diversas empresas [sic]”¹⁹⁰. Desde a década de 1850, por exemplo, o Barão de Mauá já fazia uso bem-sucedido do mercado para financiamento de seus negócios, tendo enfrentado, inclusive, obstáculos para as suas operações financeiras, como aqueles representados pela Lei de Entraves de 1860 (Lei nº 1.083/1860)¹⁹¹.

As companhias da época apresentavam perfil diferente da maioria das que existem atualmente no mercado brasileiro. Ao invés das companhias de capital concentrado, tão comuns nos dias atuais, as companhias brasileiras eram verdadeiras democracias societárias. “Não existiam ações sem direito a voto. Todas eram ordinárias, votantes. Não havia o conceito de ação preferencial sem voto, muito menos com participação integral nos lucros, como vemos atualmente. Sob esse aspecto, sem dúvida, o país regrediu”¹⁹². Havia, assim, terreno fértil para a intensa participação da população no mercado de valores mobiliários, isto

¹⁹⁰ Ibidem. p. 85.

¹⁹¹ Ibidem. p. 86.

¹⁹² Ibidem. p. 86. Cumpre tecer alguns comentários sobre a afirmação de que a ação sem direito a voto representou um regresso. O contexto no qual essas ações foram introduzidas no direito brasileiro parece, de fato, corroborar as afirmações do autor. A figura das ações sem direito a voto só viria a ser introduzida no direito societário brasileiro muito tempo depois do Encilhamento de 1891, por meio do Decreto nº 21.536/1932, em um esforço deliberado do Estado Novo de concentrar o poder acionário nas sociedades anônimas brasileiras. Muito se discute sobre a falta do dinamismo do mercado de valores mobiliários brasileiro, com os mais diversos diagnósticos. Lamy Filho e Bulhões Pedreira, por exemplo, culpavam a especulação de investidores na negociação de valores mobiliários, alegadamente, sempre em busca de lucros na primeira oportunidade em que possam obtê-lo, comprando e vendendo ações com base na evolução de suas cotações ou em “informações, verdadeiras ou falsas, divulgadas no mercado, muitas vezes com o objetivo deliberado de manipular as cotações, mediante a criação de expectativas de alta” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A. – Pressupostos e elaboração**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1. p. 148). No entanto, o Encilhamento de 1891 demonstra que, não obstante as falhas do mercado à época, o seu dinamismo era incontestável. A falta de dinamismo que acometeu o mercado brasileiro foi causada por diversos fatores, como a Lei dos Entraves e as muitas outras leis posteriores que buscaram manter a mentalidade cartorária que prevalecia no mercado de valores mobiliários brasileiro, mentalidade essa que somente foi quebrada com a Lei nº 4.728/1965. Dentre os vários motivos para o baixo dinamismo do mercado brasileiro, pode-se citar também a concentração de poder acionário nas mãos do acionista controlador. A concentração de capital nas companhias brasileiras, muitas vezes tida como algo natural e inevitável, foi resultado de uma política consciente, que havia sido renunciada por Francisco Campos, um dos principais pensadores da ideologia autoritária do Estado Novo. Em seu livro “O Estado Nacional”, Francisco Campos escreveu: “A reforma visará o saneamento da sociedade anônima, removendo os motivos do descrédito em que incorreu por toda parte esse formidável instrumento de reunião e de emprego de capitais. O saneamento das sociedades anônimas só poderá fazer-se mediante a concentração dos poderes e das responsabilidades da gestão em uma única pessoa” (CAMPOS, Francisco. **O Estado Nacional**. Disponível em: <http://bibliotecadigital.puc-campinas.edu.br/services/e-books/Francisco%20Campos-1.pdf>. Acesso em 12 de janeiro de 2020. p. 281). O dinamismo do mercado só seria recuperado anos depois, com os segmentos especiais de listagem da Bovespa, o que melhorou a governança e a transparência das companhias abertas brasileiras e permitiu o ressurgimento das companhias abertas de capital disperso.

é, uma economia com promessas de prosperidade, um novo cenário político que parecia promissor e um ambiente institucional convidativo para o investidor.

Além dos fatores circunstanciais, o Encilhamento foi alimentado por uma característica que lhe é bastante própria, a participação de personalidades de peso da política e da economia brasileiras. Pode-se citar, por exemplo, o Conselheiro Mayrink (Francisco de Paula Mayrink), Paulo de Frontin, Henry Lowndes (o Conde de Leopoldina), Rui Barbosa (após sua saída do governo, quando foi Ministro da Fazenda), os irmãos Fernando e Cândido Mendes de Almeida, dentre diversas outras personalidades conhecidas da história nacional¹⁹³. Essas pessoas, que representavam a elite econômica, intelectual e financeira do Brasil no final do século XIX, contribuíram com novos negócios e a fundação de companhias que buscaram recursos no mercado para financiar as suas empresas.

O fermento para a crise do Encilhamento de 1891 foi fornecido por dois fatores: (i) a expansão do crédito, representada pela integralização do valor das ações em parcelas, conforme chamadas de capital feitas pela administração, e a possibilidade de negociar ações ainda não integralizadas¹⁹⁴; e (ii) o desestímulo à negociação de ações abaixo de seu valor nominal, especialmente se a ação não estava totalmente integralizada, o que gerava incentivos para que o preço das ações fosse mantido, ainda que artificialmente, acima deste valor¹⁹⁵.

A eclosão da crise veio por meio de ações políticas que minaram a confiança de investidores. A principal delas foi o Decreto nº 1.362/1891, que criou imposto sobre a transmissão de ações, sob pena de nulidade. Embora posteriormente revogada em função de uma greve de corretores, a norma gerou desconfiança e causou forte queda na cotação das ações¹⁹⁶. Paralelamente a isso, o Brasil passava por um turbulento momento político no final de 1891, com a renúncia de Deodoro da Fonseca e a ascensão de Floriano Peixoto¹⁹⁷, o que, possivelmente, contribuiu para a instabilidade do mercado e a falta de confiança dos investidores.

Embora o Encilhamento de 1891 tenha entrado na história como uma grande crise que levou muitos à ruína financeira, há também histórias de sucesso. Desse importante episódio histórico nasceram companhias que se destacam até hoje, como a Companhia Antártica Paulista (atual Companhia de Bebidas das Américas – Ambev), fundada em 1891, a Bolsa

¹⁹³ Todos estes personagens tiveram a sua história no Encilhamento relatada por Ney Carvalho. Vide CARVALHO, Ney. **O encilhamento...** Op. cit. p. 123-142.

¹⁹⁴ Ibidem. p. 170-171.

¹⁹⁵ Ibidem. p. 172-173.

¹⁹⁶ Ibidem. p. 177-180.

¹⁹⁷ Ibidem. p. 184.

Livre de São Paulo (posteriormente transformada na Bovespa), em 1890,¹⁹⁸ e a Companhia Melhoramentos de São Paulo, em 1890¹⁹⁹.

A segunda crise do mercado brasileiro eclodiu em 1971. Novamente, o impulso inicial deu-se com uma importante ruptura social, a mudança de regime em 1964²⁰⁰, que veio acompanhada de profundas transformações no mercado financeiro, representadas, principalmente, pela Lei nº 4.595/1964 (lei do Sistema Financeiro Nacional) e pela Lei nº 4.728/1965 (lei do mercado de valores mobiliários).

As mudanças no cenário político e institucional foram potencializadas pelo Decreto-Lei nº 157/1967, que fornecia vantagens tributárias para a aquisição de ações no mercado²⁰¹. Merece destaque, ainda, o fenômeno do “milagre brasileiro” da década de 1970, que, certamente, promoveu uma onda de otimismo no mercado²⁰². Estavam criadas, assim, as condições estruturais capazes de convencer os investidores de que o mercado testemunharia uma alta consistente na cotação das ações. Para a crise em formação, no entanto, ainda faltava o elemento do crédito.

Embora não tenha havido expansão de crédito bancário que sustentasse a compra de ações, os investidores brasileiros, sempre criativos, encontraram uma forma de financiarem-se às custas da ineficiência dos mecanismos de troca do mercado. À época, as operações contratadas eram liquidadas no prazo de 7 (sete) dias. Portanto, era possível realizar operações sem qualquer recurso, contanto que o pagamento devido fosse efetuado na data de liquidação, o que só ocorria posteriormente. Em tempos de alta, era possível comprar uma ação sem desembolsar recursos e, 7 (sete) dias depois, revendê-la com lucro (caso a cotação da ação tivesse se valorizado nesse período)²⁰³.

A crise de 1971 não foi acionada por algum evento claramente identificável, tendo sido iniciada com uma súbita interrupção no aumento da cotação das ações. “Os preços degingolaram e com eles o volume de negócios e os emolumentos da bolsa”²⁰⁴. Osmar Brina Corrêa-Lima sugere que a crise pode ter sido causada pela ausência de um sistema de

¹⁹⁸ Ibidem. p. 197.

¹⁹⁹ MELHORAMENTOS. **História**. Disponível em: <http://www.melhoramentos.com.br/v2/historia/>. Acesso em 12 de janeiro de 2020.

²⁰⁰ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014. p. 199.

²⁰¹ Ibidem. p. 200.

²⁰² LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A. – Pressupostos...** Op. cit. p. 127.

²⁰³ CARVALHO, Ney. **A saga do mercado...** Op. cit. p. 205.

²⁰⁴ Ibidem. p. 206.

divulgação de informações adequado à época²⁰⁵, embora não tenha apontado evidências que fundamentem sua suspeita.

O aspecto positivo da crise de 1971, por outro lado, foram as reformas que se seguiram, com a promulgação da Lei nº 6.385/1976 e Lei nº 6.404/1976 e a criação da CVM como órgão para regulamentar e supervisionar o mercado de valores mobiliários²⁰⁶.

De tudo o que foi exposto, pode-se afirmar que as crises no mercado de valores mobiliários são precedidas, em geral, por fatores exógenos ao mercado, como mudanças políticas, culturais e econômicas que afetam as expectativas individuais sobre o futuro, geralmente criando uma onda de otimismo que se reflete nas decisões de investimento. Uma conclusão, portanto, é que as crises do mercado podem ser evitadas se houver instrumentos capazes de impedir que mudanças bruscas de expectativas se traduzam em comportamento irracional de investidores e distorções na precificação de ativos.

2.3 A visão instrumental de eficiência

O estudo da eficiência e ineficiência do mercado de valores mobiliários permite que algumas conclusões preliminares sejam traçadas, de modo a direcionar melhor as discussões que serão travadas nas seções seguintes desta tese. A presente seção tem o objetivo de demonstrar que, com base na literatura econômica e jurídica sobre o funcionamento eficiente do mercado: (i) a eficiência é sempre relativa; (ii) a eficiência deve ser encarada como instrumento na formulação de políticas que visem ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; e (iii) o funcionamento eficiente do mercado foi claramente eleito como objetivo de política pública no âmbito da Lei nº 6.385/1976.

2.3.1 A eficiência relativa

²⁰⁵ Assim, é possível que a crise de 1971 tenha sido causada por falhas informacionais, visto que o legislador brasileiro adotou o modelo norte-americano, sem, entretanto, incorporar o sistema de disclosure e de repressão a fraudes existente nos Estados Unidos. “Com relação à legislação federal sobre valores mobiliários, a filosofia da disclosure, cuja eficiência tem sido questionada pelos próprios norte-americanos, parte do pressuposto de que uma acurada e honesta informação sobre um lançamento de valores mobiliários será suficiente para que o investidor faça o seu julgamento a respeito de sua viabilidade. Estudar até que ponto essa filosofia e esses princípios influenciaram a legislação brasileira sobre sociedades anônimas e mercado de capitais na década de 1960 poderia levar a conclusões muito interessantes” (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide Editora, 1989. p. 36).

²⁰⁶ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A. – Pressupostos...** Op. cit. p. 128.

Em 2014, Ronald Gilson e Reinier Kraakman publicaram novo artigo sobre a eficiência do mercado, endereçando suas críticas à validade da hipótese do mercado eficiente após a crise de 2008, que gerou nova onda de contestações à teoria²⁰⁷.

Os autores iniciam a sua exposição com uma questão não trivial: se assumirmos que os preços de ativos financeiros nos anos anteriores à crise eram ineficientes, eles eram ineficientes com relação a qual referencial²⁰⁸?

Pergunta semelhante já havia sido feita por Eugene Fama, ao comentar alegações de que o mercado de valores mobiliários era propenso à criação de “bolhas” (ciclo de alta excessiva das cotações de valores mobiliários): quando uma bolha financeira estoura, onde exatamente está a irracionalidade? Na alta exagerada dos preços, causada por um possível otimismo irracional, ou na sua queda exagerada, fruto, talvez, de um pessimismo irracional²⁰⁹?

De fato, a tarefa de determinar se o mercado é fundamentalmente eficiente (isto é, se os preços de valores mobiliários são equivalentes ao seu valor intrínseco, como deveriam ser em um mercado eficiente), pode esbarrar na dificuldade prática de não haver um referencial seguro para indicar o preço correto (ou “eficiente”)²¹⁰.

Se, por um lado, a falta de referencial pode ser um problema para a comprovação empírica da precificação de ativos prevista pela hipótese do mercado eficiente, por outro ela impede que, em tempos de alta ou baixa excessiva, seja possível afirmar peremptoriamente que os participantes do mercado agiram de forma irracional ou enviesada. Afinal, se não for possível determinar o preço eficiente de um ativo, não será possível afirmar se eventuais flutuações bruscas da cotação de um valor mobiliário são frutos de reações irracionais dos investidores ou respostas racionais a variações no seu valor intrínseco.

Como Ronald Gilson e Reinier Kraakman já haviam sugerido em seu estudo de 1984, a eficiência do mercado é relativa, pois depende essencialmente do custo informacional. Quando o custo informacional é alto – em razão, por exemplo, de custos de transação, custos de agência internos dos agentes ou dificuldades na obtenção ou interpretação de informações

²⁰⁷ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Market Efficiency after the Financial Crisis: It’s Still a Matter of Information Costs. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 100, p. 313-375, 2014. p. 314-315.

²⁰⁸ Nesse sentido, “the empirical problem is the absence of a reference point against which to measure market prices. If the prices of mortgage backed securities are asserted to have been inefficient before and after the onset of the Subprime Crisis, the obvious riposte is: ‘As compared to what?’” (Ibidem. p. 322). Tradução livre: “o problema empírico é a ausência de um ponto de referência para medir preços de mercado. Se os preços de valores mobiliários lastreados em hipotecas eram supostamente ineficientes antes e depois da Crise do Subprime, então a questão seria: ‘comparado a quê?’”.

²⁰⁹ FAMA, Eugene. *Two pillars...* Op. cit. p. 1476.

²¹⁰ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. *Market Efficiency after...* Op. cit. p. 323-325.

– a eficiência do mercado tende a ser baixa, fazendo com que a cotação dos valores mobiliários se afaste de seu valor intrínseco.

Diante desse quadro, os autores sugerem que: (i) a comprovação da eficiência do mercado na precificação de ativos conforme o seu valor fundamental (intrínseco) é impossível, mas a tarefa torna-se viável se for adotado, como parâmetro de eficiência, não o valor fundamental do ativo, mas algum outro índice de referência que lhe seja próximo; (ii) a eficiência informacional pode ser testada de forma mais precisa que a eficiência fundamental; e (iii) a eficiência informacional é uma condição necessária para a eficiência fundamental²¹¹. Em outras palavras, ainda que seja difícil demonstrar que um mercado é “*fundamentalmente*” eficiente, é possível testar se um mercado é “*informacionalmente*” eficiente.

Como resultado de suas três constatações, os autores propõem que a ideia de uma eficiência plena como algo representativo da realidade do mercado seja afastada. Ao invés disso, a hipótese do mercado eficiente deve ser encarada sob o prisma da eficiência relativa, que leva em consideração as “fricções” causadas por custos de informação.

Assim, a hipótese do mercado eficiente deve ser aplicada como instrumento para identificar “fricções” no funcionamento do mercado que causam o afastamento entre a eficiência relativa do mercado e a eficiência que existiria em condições perfeitas de mercado. Sob esse prisma, o conceito de eficiência é ponderado e visto como instrumento na formulação de uma agenda regulatória que busca reduzir o custo da informação²¹².

2.3.2 Eficiência como instrumento de política de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários

²¹¹ Ibidem. p. 325-326.

²¹² Nesse sentido: “misframing the ECMH as a strong and direct claim about the fundamental efficiency of market prices without regard to market frictions or informational efficiency has presented an easy target for the critics of market efficiency. This criticism, which builds upon the Subprime Crisis and other recent market shocks, threatens to remove all analysis of the efficiency of market prices from the regulatory agenda. [...] A properly framed ECMH focuses our attention on the frictions that drive a wedge between relative efficiency and efficiency under perfect market conditions. So framed, relative efficiency is a diagnostic tool that identifies the frictions and information costs that reduce price efficiency. Relative efficiency thus provides part of a regulatory strategy to address the problems raised by the Crisis” (Ibidem. p. 374). Tradução livre: “o enquadramento errôneo da ECMH [hipótese do mercado eficiente] como uma afirmação forte e direta sobre a eficiência fundamental dos preços de mercado sem considerar as fricções do mercado ou ineficiência informacional tem sido um alvo fácil dos críticos da eficiência do mercado. Essa crítica, que se fortaleceu a partir da Crise do Subprime e outros choques recentes do mercado, ameaça remover nossa atenção das fricções que separam a eficiência relativa da eficiência sob condições perfeitas de mercado. Enquadrada desta forma, a eficiência relativa é uma ferramenta diagnóstica que identifica as fricções e custos informacionais que reduzem a eficiência de preço. Eficiência relativa, portanto, fornece parte de uma estratégia regulatória para endereçar os problemas criados pela Crise”.

Em seu artigo sobre ruído publicado em 1986, já citado acima, Fischer Black afirma que o ruído torna os mercados financeiros possíveis, mas também torna-os imperfeitos²¹³. Por tudo o que foi exposto até o momento, acredita-se que o mesmo pode ser afirmado sobre a ineficiência: a ineficiência torna o mercado de valores mobiliários possível e, ao mesmo, imperfeito. É justamente a imperfeição do mercado que viabiliza a sua existência.

Conforme demonstrado por Sanford Grossman e Joseph Stiglitz (vide seção 2.2.1 *supra*), mercados perfeitos são impossíveis, pois a completa simetria de informações eliminaria todas as possibilidades de arbitragem de preços, impossibilitando, ao mesmo tempo: (i) a busca por informações, visto que não haveria como remunerar o custo de obtê-las; e (ii) as negociações de valores mobiliários, pois os preços seriam perfeitamente arbitrados, todos os investidores concordariam sobre o preço de todos os ativos e, conseqüentemente, nenhum investidor estaria disposto a negociar²¹⁴.

Quando se adiciona o elemento da ineficiência, no entanto, o cenário muda, pois: (i) criam-se incentivos pela busca à informação, visto que agentes mais informados são capazes de lucrar com o erro de agentes menos informados; e (ii) estimula-se a negociação de valores mobiliários, pois as diferenças de expectativas e informações geram oportunidades de arbitragem. Em outras palavras, quanto maior a ineficiência, mais ativo, líquido e volátil (e, portanto, instável) será o mercado.

Nesse contexto, a hipótese do mercado eficiente não deve ser encarada como evidência irrefutável da eficiência do mercado de valores mobiliários, mas sim como uma teoria que busca determinar em que condições os mecanismos de negociação farão com que a cotação de valor mobiliário se aproxime do seu valor intrínseco. É preciso despir o conceito de eficiência de todas as influências ideológicas e incompreensões conceituais que pesam sobre ele. Para isso, faz-se necessário compreender dois aspectos distintos, porém relacionados, do conceito de eficiência do funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Em primeiro lugar, a eficiência denota uma condição e não uma característica do mercado, sendo, ademais, meramente uma questão de grau. Valores mobiliários podem ser negociados em um mesmo ambiente de negociação (por exemplo, na mesma bolsa de valores), sob condições distintas de eficiência. Com base na literatura sobre a eficiência do mercado, pode-se afirmar que as condições de eficiência na negociação de um valor mobiliário estão ligadas principalmente a dois fatores circunstanciais: (i) a qualidade e

²¹³ BLACK, Fischer. **Noise...** Op. cit. p. 530.

²¹⁴ GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. **On the impossibility...** Op. cit. p. 405.

dispersão das informações disponíveis ao público investidor sobre o valor mobiliário; e (ii) a atuação e perfil dos investidores que negociam o valor mobiliário.

Valores mobiliários que são negociados de forma mais intensa por investidores não sofisticados e desinformados, ou cujas informações são de menor qualidade e menos dispersas, ou cujo valor está mais vulnerável a eventos incertos, estão sujeitos a condições de menor eficiência, o que provavelmente resultará em maior volatilidade e cotação menos alinhada com o valor intrínseco da atividade empresária subjacente.

Por outro lado, valores mobiliários que sejam negociados de forma mais intensa por investidores sofisticados e informados, ou cujas informações sejam de maior qualidade, ou que estejam menos vulneráveis a eventos incertos, serão negociados em condições de maior eficiência, o que resultará em menor volatilidade e cotação mais alinhada com o valor intrínseco da atividade empresária subjacente.

Desse modo, é incorreto dizer que um valor mobiliário está sendo negociado em um mercado eficiente ou ineficiente, sendo mais adequado afirmar que um valor mobiliário está sendo negociado em condições de maior ou menor eficiência. Dentro dessa formulação, os conceitos de eficiência e ineficiência tornam-se intercambiáveis, visto que nenhum dos dois existe de forma absoluta no mercado: um valor mobiliário sujeito, em determinado momento, a condições de maior eficiência está, ao mesmo tempo, sujeito a condições de menor ineficiência, e vice-versa.

Em segundo lugar, a eficiência deve ser encarada como um conceito instrumental para guiar políticas públicas que tenham como objetivo estabelecer regras e formatar instituições capazes de, ao mesmo tempo: (i) propiciar as condições necessárias para a atuação de agentes sofisticados, que negociem com base na análise profissional das informações (ainda que se admita que esta análise está sujeita a expectativas heterogêneas e vieses cognitivos); e (ii) permitir a atuação de agentes não sofisticados, que negociem com base em ruído, palpites, impulsos, observação do comportamento de agentes sofisticados, ou outra forma de tomada de decisão não informada.

De qualquer forma, a visão da eficiência do mercado de valores mobiliários como condição circunstancial (e não uma premissa) e como conceito instrumental para a formulação de políticas públicas conduz a uma conclusão inevitável: a divulgação de informações precisas e verdadeiras é necessária para a criação de condições de maior eficiência na negociação de valores mobiliários, pois serão utilizadas por agentes sofisticados para a sua tomada de decisão.

2.3.3 Eficiência do funcionamento do mercado de valores mobiliários e a escolha do legislador brasileiro na Lei nº 6.385/1976

Disponibilizar informações sobre valores mobiliários a investidores não é tarefa complexa. No entanto, disponibilizar informações que tenham credibilidade junto a investidores é mais difícil. O diagnóstico foi feito por Bernard Black²¹⁵ e traduz bem a dificuldade de se construir um ambiente institucional onde o mercado possa florescer. Para o autor, a resolução do problema ocorre por meio de um sistema complexo de leis e normas que reduzem a assimetria de informações e garantem aos investidores segurança razoável de que os emissores de valores mobiliários falam a verdade em suas divulgações²¹⁶.

Essa parece ter sido a escolha do legislador brasileiro, que abraçou o regime da divulgação obrigatória de informações²¹⁷. O artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 estabeleceu alguns objetivos que devem nortear a atuação do CMN e da CVM. O primeiro deles é estimular a aplicação da poupança popular em valores mobiliários (inciso I). O segundo é promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações e estimular a aplicação da poupança no capital social de companhias nacionais (inciso II). Outros objetivos incluem: (i) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão (inciso III); (ii) proteger os investidores contra emissores irregulares, atos ilegais de administradores, acionistas controladores e gestores de carteira (inciso IV); (iii) reprimir operações fraudulentas ou de manipulação que visem a criar condições artificiais de negociação no mercado (inciso V); (iv) garantir acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados (inciso VI); (v) assegurar a observância de práticas equitativas (inciso VII); e (vi) assegurar a observância dos critérios de utilização de crédito determinados pelo CMN (inciso VIII).

O funcionamento eficiente do mercado aparece duas vezes dentre os objetivos da Lei nº 6.385/1976 elencados no artigo 4º: a primeira com relação à eficiência do mercado de ações e a segunda com relação à eficiência dos mercados de bolsa e balcão. O legislador brasileiro não deixou dúvida, portanto, que seu objetivo era criar as condições jurídicas e institucionais para assegurar o funcionamento eficiente do mercado. Para isso, criou as ferramentas necessárias para garantir aquilo que, a partir da revisão da literatura especializada

²¹⁵ “Delivering information to investors is easy, but delivering credible information is hard” (BLACK, Bernard S. **The Legal and Institutional...** Op. cit. p. 786). Tradução livre: “Fornecer informações a investidores é fácil, mas fornecer informações que tenham credibilidade é difícil”.

²¹⁶ Ibidem. p. 787.

²¹⁷ TANJI, Marcia. **Mercado de capitais: formas de atuação do Estado**. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013. p. 106-108.

sobre a eficiência do mercado, se pode afirmar ser o insumo essencial da eficiência: a informação.

Dito isso, cabe, agora, examinar aquele que talvez seja o principal mecanismo criado pelo legislador de 1976 para garantir o acesso à informação por investidores: o dever legal de informar da companhia.

2.4 O dever de informar na companhia

O dever legal de prestar informações ao mercado e o regime de divulgação obrigatória caminham de mãos dadas, pois “de nada adiantaria a existência do princípio da transparência se os participantes do mercado não fossem juridicamente obrigados a fornecer ao público as informações a eles e a seus títulos pertinentes”²¹⁸.

A partir da análise da legislação e das normas emitidas pela CVM, é possível identificar as pessoas ou os obrigados a prestar informações, a depender das circunstâncias: (i) a mesa diretora da assembleia geral na qual forem eleitos membros do conselho de administração por voto múltiplo, com relação ao número de votos necessários para a eleição de cada membro (artigo 141, § 1º, da Lei nº 6.404/1976); (ii) os membros do conselho fiscal (artigo 165-A da Lei nº 6.404/1976); (iii) o ofertante de valores mobiliários no contexto de oferta pública que dependa de registro na CVM (conforme obrigações previstas na Instrução CVM nº 400/2003); (iv) o adquirente de controle de companhia aberta (conforme artigo 259 da Lei nº 6.404/1976 e obrigações previstas na Instrução CVM nº 361/2002 quanto à oferta pública de aquisição de controle); (v) administradores (artigo 157 da Lei nº 6.404/1976)²¹⁹; (vi) acionistas controladores e acionistas que elejam membro do conselho de administração ou do conselho fiscal (artigo 116-A da Lei nº 6.404/1976); (vii) o DRI (com relação às obrigações previstas na Resolução CVM nº 44/2021); e (viii) a própria companhia (como emissora de valores mobiliários nos termos da regulamentação da CVM e da Lei nº 6.385/1976)²²⁰.

O objeto do presente estudo recai, exclusivamente, sobre o dever de informar da companhia. No entanto, o dever de informar dos administradores e da companhia, por vezes,

²¹⁸ MILLER, Daniel Schiavoni. Op. cit. p. 115.

²¹⁹ Há ainda diversas outras obrigações de informar dos administradores que podem ser citadas, como: (i) a obrigação de disponibilizar o relatório da administração e os principais fatos administrativos do exercício findo (artigo 133, I, da Lei nº 6.404/1976); (ii) a obrigação de informar a assembleia geral sobre as políticas de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos contidas em acordo de acionistas (artigo 118, § 5º, da Lei nº 6.404/1976); e (iii) a obrigação de informar a assembleia geral que a distribuição de dividendos obrigatórios é incompatível com a situação financeira da companhia.

²²⁰ MILLER, Daniel Schiavoni. Op. cit. p. 116.

sobrepõem-se, especialmente no que diz respeito à obrigação de divulgar fato relevante. Assim, faz-se necessário o estudo do dever de informar dos administradores para permitir a delimitação precisa do dever legal sobre o qual o presente estudo se debruça. O dever de informar do acionista controlador e do acionista com direito a eleger membros do conselho de administração e do conselho fiscal, incluído pelo artigo 116-A da Lei nº 6.404/1976, será examinado de forma breve, também com o objetivo de delimitar com maior precisão o dever de informar da própria companhia.

De pronto, é importante ressaltar que há, na Lei nº 6.404/1976, determinados direitos de acesso à informação pelo acionista que não serão tratados ao longo do estudo, tendo em vista que são mais afeitos à fiscalização da gestão social pelo acionista²²¹ do que à tomada de decisão pelo investidor de mercado. Como o presente trabalho tem por objetivo estudar a divulgação incorreta de informações utilizadas pelo investidor na sua tomada de decisão de investimento, os direitos de informação que auxiliam a fiscalização dos negócios sociais pelos acionistas ultrapassam os limites da análise ora proposta.

Esses direitos referem-se: (i) ao direito de exibição de livros da companhia mediante requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social (artigo 105 da Lei nº 6.404/1976); (ii) ao direito de solicitar certidões dos assentamentos constantes dos livros de registro e transferência de ações nominativas e partes beneficiárias, para a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal, dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários (artigo 100, §1º, da Lei nº 6.404/1976); (iii) ao direito de ter acesso e receber cópias de documentos para as assembleias gerais (artigo 124, §6º, artigo 133, *caput* e §2º, e artigo 135, §3º, todos da Lei nº 6.404/1976); e (iv) ao direito de acesso à lista de acionistas para fins de pedido público de procuração por acionista detentor de, no mínimo, ações representativas de meio por cento do capital social (artigo 126, §3º, da Lei nº 6.404/1976)²²².

Assim, a divulgação obrigatória de informações nas companhias possui três eixos centrais, que contemplam acionistas, investidores de mercado ou ambos²²³, sendo que há

²²¹ O direito à fiscalização da gestão social pelos acionistas é garantido pelo artigo 109, III, da Lei nº 6.404/1976.

²²² Entende-se adequada a classificação proposta por Daniel Schiavoni Miller, que trata dos direitos gerais de acesso a documentos e informações pelo acionista como “direitos à informação lato sensu”, enquanto o direito subjetivo do acionista à informação decorrente do dever fiduciário de informar do administrador é tratado como “direito à informação stricto sensu”. Adotando-se essa divisão, pode-se afirmar que o presente estudo se dedica ao direito à informação stricto sensu (MILLER, Daniel Schiavoni. Op. cit. p. 120).

²²³ “As leis nº 6.385 e 6.404, ambas de dezembro de 1976, voltadas para a modernização da legislação do anonimato e criação de mercado de ações eficiente, contemplam regras sobre prestação de informações quer para acionistas quer para potenciais investidores” (SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** Op. cit. p. 232).

regras que obrigam: (i) os administradores a divulgar informações aos acionistas em assembleia geral ordinária e aos investidores de mercado; (ii) o emissor de valores mobiliários a divulgar informações a investidores de mercado; e (iii) o acionista controlador e acionistas relevantes da companhia a divulgar informações ao mercado a respeito de suas posições acionárias.

Enquanto algumas informações visam “a atender interesses tanto de membros da sociedade quanto do mercado”, outras têm por objetivo “atender apenas a demandas internas focadas, usualmente, na criação e preservação da confiança entre sócios e administradores da sociedade”²²⁴.

Os três eixos de prestação de informações geram dois grupos distintos que possuem direito subjetivo à informação: “no primeiro grupo, têm-se os acionistas e obrigacionistas, atuais investidores; e, no segundo, os investidores potenciais e, portanto, o próprio mercado”²²⁵. As regras acerca do dever de informar dos administradores de companhias abertas e de acionistas estão concentradas na Lei nº 6.404/1976, enquanto as regras sobre o dever de informar da própria companhia, enquanto emissora de valores mobiliários, estão dispostas na Lei nº 6.385/1976²²⁶.

Não se deve incorrer no erro, no entanto, de encarar a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 como normas que instituem microssistemas jurídicos distintos, que não se comunicam. Ao contrário, os dois sistemas são complementares e foram “concebidos como núcleo da estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro”²²⁷.

Essa complementariedade, ademais, foi adotada pela própria Lei nº 6.385/1976 ao estabelecer a competência da CVM, que tem poderes para “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”²²⁸. Ademais, o poder sancionador da CVM inclui não somente a imposição de penalidades às pessoas que cometerem infrações à Lei nº 6.385/1976, como também às pessoas que descumprirem obrigações previstas na Lei nº 6.404/1976²²⁹.

²²⁴ *Ibidem*. p. 217.

²²⁵ MILLER, Daniel Schiavoni. *Op. cit.* p. 120.

²²⁶ SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** *Op. cit.* p. 232. No mesmo sentido: “[o] princípio do disclosure encontra-se previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei nº 6.385/1976. Dentre eles, destacam-se os artigos 4º, VI; 8º, III; 19; 20 e 22, §1º” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Op. cit.* p. 484).

²²⁷ TANJI, Marcia. *Op. cit.* p. 120.

²²⁸ Artigo 8º, I, da Lei nº 6.385/1976.

²²⁹ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: [...]”.

Esses dois sistemas complementares de transparência no âmbito societário serão explorados nas próximas três seções, que examinarão: (i) o dever de informar dos administradores de companhias; (ii) o dever de informar dos acionistas controladores e acionistas com direito a eleger membros do conselho de administração ou conselho fiscal; e (iii) o regime mais amplo de divulgação obrigatória ao qual estão sujeitos os emissores de valores mobiliários (incluindo a própria companhia).

2.4.1 O dever de informar dos administradores de companhia

O dever de informar faz parte do feixe de deveres fiduciários dos administradores de companhias e foi previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976. Os deveres fiduciários decorrem das funções que são atribuídas aos órgãos da administração e exigem certos padrões de conduta dos administradores, que devem observá-los em sua atuação orgânica²³⁰. Embora os deveres fiduciários estabeleçam-se entre os administradores e a companhia em primeiro lugar, os acionistas tornam-se seus destinatários quando seus interesses particulares convergem com o interesse social da companhia²³¹.

O dever de informar, especificamente, possui lastro não só na relação de confiança que se estabelece entre o administrador e a companhia (e seus acionistas), mas também na necessidade de transparência na administração da companhia como emissora de valores mobiliários, que busca recursos junto a investidores de mercado²³².

²³⁰ “Tendo em vista a sua condição de órgão social, através do qual se manifesta a vontade coletiva plasmada pelas deliberações da assembleia geral (LSA, art. 121), ou emanada do núcleo de controle da sociedade (idem, art. 116), os administradores estão sujeitos a deveres, que foram elencados pela lei das sociedades de maneira “minuciosa, e até pedagógica”, como observado na exposição de motivos da lei das sociedades por ações. Tais deveres, de cunho legal e não contratual, estabelecem padrões de conduta ou standards, a serem observados pelos administradores na sua atuação orgânica, ou seja, quando atuarem como se fossem a própria sociedade” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral*. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 58).

²³¹ “Esses deveres, caracterizados como deveres fiduciários (‘fiduciary duties’) no direito anglo-saxão, têm como paradigma a figura do trust, ou seja, da fidúcia, partindo da ideia de que os administradores seriam trustes da sociedade, entendendo essa expressão não no sentido simplesmente da pessoa que se coloca na posição de quem detém a guarda e a gestão de bens alheios, mas de quem desempenha a função de gestor e representante de uma entidade moral. No exercício dessa função legal, os deveres fiduciários dos administradores teriam como credores ou destinatários imediatos a própria sociedade, e não os terceiros que com ela se inter-relacionam, mesmo que sejam acionistas minoritários ou investidores. Estes somente serão destinatários desses deveres a que estão submetidos os administradores quando os seus interesses particulares venham a se confundir com o interesse social” (Ibidem. p. 59).

²³² Nesse sentido, o dever de informar dos administradores de companhias abertas é mais amplo do que dos administradores de companhias fechadas, que não financiam as suas atividades com dinheiro captado junto ao público investidor. “Na sociedade anônima, há mesmo um momento certo para que a administração leve aos acionistas o retrato dos negócios sociais no último exercício, o que acontece na assembleia geral ordinária, com a

Como muitos dos valores mobiliários negociados no mercado são emitidos por sociedades anônimas, o dever de informar dos administradores pode, por vezes, sobrepor-se ao dever de informar do próprio emissor de valores mobiliários, isto é, da companhia²³³. Essa sobreposição ocorre, principalmente, na obrigação de divulgar ato ou fato relevante nas atividades da companhia²³⁴.

O dever de informar dos administradores é uma novidade da lei societária de 1976, pois não era previsto no Decreto-Lei nº 2.627/1940²³⁵. Conforme lição de Nelson Eizirik, os objetivos principais do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 são: “(i) permitir o conhecimento dos valores mobiliários de propriedade dos administradores; (ii) facilitar o combate ao *insider trading*; e, o principal de todos, (iii) obrigar a divulgação dos fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia”²³⁶.

O artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 estabelece 2 (duas) hipóteses objetivas e 2 (duas) hipóteses subjetivas de divulgação. As hipóteses objetivas não podem ser objeto de ponderação pelos administradores, visto que são claras quanto ao seu conteúdo. Com relação às hipóteses subjetivas, os administradores devem exercer o seu juízo para decidir pela revelação ou manutenção do sigilo da informação.

apreciação dos documentos da administração. Mas não é desse dever genérico que cuida o art. 157, mas, sim, de determinadas informações que o administrador de companhia aberta – e o artigo só diz respeito a ela – deve prestar” (CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria. In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Granda da Silva (Org.). **Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976, atualizada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p. 486).

²³³ “O regime jurídico da divulgação de informações é composto por normas que disciplinam o mercado de valores mobiliários e por normas que integram o direito societário. Um dos objetivos essenciais da legislação sobre o mercado é o de prover as informações necessárias à avaliação, pelos investidores, dos títulos ofertados. Como a maior parte dos títulos publicamente negociados é de ações e outros valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, as normas que estabelecem a disciplina das informações proveem do direito societário e da legislação sobre mercado de capitais, as vezes uma repetindo ou sobrepondo-se à outra” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. p. 388)

²³⁴ Nelson Eizirik et al. ressaltam que as informações divulgadas nos termos do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 são para benefício dos acionistas, com exceção da divulgação de fato relevante, que é feita em benefício de todo o mercado. “O dever de informação a que se submetem os administradores de companhias abertas, previsto no artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas, pode ser analisado sob dois aspectos: a) o primeiro refere-se às informações que devem ser prestadas aos acionistas da sociedade, as quais se desdobram no dever de declaração do termo de posse (artigo 157, caput) e no dever de revelação à Assembleia geral ordinária (artigo 157, §§1º e 2º); b) o segundo consiste no dever de comunicação e de divulgação de informações que possam influir no mercado de capitais de uma forma geral (artigo 157, §4º)” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 481).

²³⁵ Em função da ausência de previsão da obrigação de informar, Modesto Carvalhosa sustenta que a regra no Decreto-Lei nº 2.627/1940 era o sigilo, embora não haja dispositivo que estabeleça regra dessa natureza. “Fundava-se a antiga lei de 1940 num princípio inteiramente inverso ao da Lei n. 6.404, de 1976, ou seja, na regra de sigilo, pela qual cabia aos administradores preservar a companhia da indiscrição dos concorrentes e de terceiros no que tange às suas atividades negociais” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3. p. 394).

²³⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188...** Op. cit. p. 388.

As hipóteses objetivas de divulgação dizem respeito: (i) à obrigação do administrador de companhia aberta de informar, no ato de sua posse e no caso de eventuais alterações, sua posição acionária e sua titularidade de certos valores mobiliários de emissão da companhia ou das sociedades controladas e do mesmo grupo (artigo 157, *caput* e §6º); e (ii) à obrigação dos administradores de companhia aberta de prestar certas informações à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, §1º, alíneas “a” a “d”).

Já as hipóteses subjetivas de divulgação de informação, cuja revelação pode ser afastada por decisão do administrador, referem-se: (i) à obrigação de divulgar ato ou fato relevante nos negócios da companhia à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, §1º, “e”); e (ii) à obrigação de comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influenciar, de forma ponderável, a tomada de decisão dos investidores de mercado (artigo 157, §4º).

O *caput* e § 6º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 definem as primeiras hipóteses objetivas do dever de informar dos administradores de companhia aberta. Embora tenham redações distintas, tais dispositivos devem ser interpretados de forma harmoniosa, pois visam à mesma finalidade²³⁷. Os administradores devem informar, no momento da posse (artigo 157, *caput*) e no caso de modificações (artigo 157, § 6º), “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”²³⁸.

Já o artigo 157, § 1º, alíneas “a” a “d”, da Lei nº 6.404/1976, estabelece hipóteses objetivas de divulgação à assembleia geral ordinária. Trata-se de informações que, quando requisitadas por acionistas que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social, não podem ter a sua divulgação recusada pelo administrador sob o fundamento de haver risco a interesse legítimo da companhia (artigo 157, § 5º)²³⁹.

Fora as hipóteses objetivas de divulgação, há, ainda no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976, 2 (duas) hipóteses subjetivas, que versam sobre a revelação de ato ou fato

²³⁷ “Daí impor-se a interpretação sistemática do § 6º, permitindo compatibilizá-lo com o *caput* deste mesmo art. 157, que continua vigente com a redação original que lhe deu a Lei n. 6.404, de 1976. Em consequência, deverão os administradores declarar não somente as mudanças em suas posições acionárias, mas também em suas posições quanto aos demais títulos mencionados no *caput* deste artigo” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205...** Op. cit. p. 397).

²³⁸ Redação extraída do artigo 157, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

²³⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188...** Op. cit. p. 390.

relevante nos negócios sociais. A diferença entre as duas hipóteses recai, essencialmente, sobre o destinatário da divulgação. Enquanto o artigo 157, § 1º, “e”, exige a divulgação à assembleia geral ordinária, mediante solicitação de acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) do capital social, o artigo 157, § 4º, exige a divulgação imediata do ato ou fato relevante a todo o mercado, por meio de comunicação à bolsa de valores e divulgação por meio da imprensa.

Assim, a diferença entre a obrigação de divulgar ato ou fato relevante contida no artigo 157, § 1º, “e”, e a obrigação prevista no § 4º do mesmo dispositivo refere-se, apenas, ao destinatário da informação, isto é, o acionista presente na assembleia geral ordinária e o investidor de mercado, respectivamente²⁴⁰.

Deve-se ter em mente, no entanto, que a divulgação de um fato relevante a acionista presente na assembleia geral ordinária não exime o administrador de realizar a divulgação a todo o mercado. Seria incompatível com o sistema de transparência da companhia admitir que somente os acionistas presentes em assembleia geral ordinária poderiam ter acesso a determinados fatos ou atos relevantes dos negócios sociais²⁴¹.

Diz-se que as hipóteses de divulgação de ato ou fato relevante são subjetivas pois submetem-se ao julgamento subjetivo dos administradores, aos quais cabe determinar se a divulgação deve ou não ser realizada à luz do legítimo interesse da companhia²⁴². Dito de

²⁴⁰ “O § 4º já trata do dever de informar do administrador de companhia aberta, não os acionistas, mas o mercado investidor” (CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria... p. 489).

²⁴¹ No mesmo sentido, vide a lição de Luiz Antonio de Sampaio Campos: “É fácil verificar que o procedimento de um (art. 157, §1º, “e”) não se compadece com o do outro (art. 157, §4º). O primeiro a requerer divulgação em momento específico e único que é a Assembleia Geral Ordinária e, mesmo assim, mediante a requisição de acionistas que representem 5% do capital social; o segundo exige divulgação imediata e simultânea, quando do acontecimento, a todo o mercado, e não só aos acionistas. Seria, de fato, incompatível com o sistema da LSA admitir-se que apenas os acionistas atuais e presentes na assembleia geral ordinária – e sempre por provocação de um acionista ou grupo de acionistas que represente 5% do capital social – tivessem direito a obter, com exclusividade, informações da companhia que constituem fatos relevantes, para fins do § 4º do artigo 157” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 853).

²⁴² Conforme esclareceu o presidente da CVM, Marcelo Barbosa, no julgamento do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517, a caracterização do fato relevante é matéria definida em lei, não cabendo ao administrador decidir se determinada informação constitui, ou não, fato relevante. No entanto, a definição sobre o interesse legítimo da companhia é sujeita à decisão do administrador, a quem cabe dizer se, no caso concreto, há ameaça a esse interesse. “Não havendo margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações [de divulgação de fato relevante], a regra geral da lei deverá ser cumprida, não podendo o administrador alegar que uma decisão informada e refletida tomada com base em permissivo legal genérico o levou a concluir pela violação de comando específico que estava obrigado a cumprir. [...] Quanto a este ponto, contudo, é necessário salientar que existem normas que contêm conceitos abertos, como, por exemplo, o de ‘interesse legítimo da companhia’, constante do art. 6º da mesma instrução e igualmente aplicável ao caso concreto. Como a aplicação prática desse dispositivo depende de um juízo complexo e subjetivo, é aceitável – mais que isso, esperado – que administradores igualmente habilitados e diligentes diverjam quanto à sua configuração. Por esse motivo, entendo que a CVM deve ter certa deferência ao juízo feito por aqueles que dirigem o processo de divulgação de fatos relevantes” (parágrafos 11 e 13 do voto do Diretor Presidente Marcelo

outra forma, a divulgação imediata do ato ou fato relevante pode deixar de ser realizada por decisão do administrador, pois o artigo 157, § 5º, da Lei nº 6.404/1976 permite que a informação seja mantida sob sigilo, caso a sua revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia cabendo à CVM, por provocação ou de ofício, determinar a divulgação, se for o caso.

Na hipótese de não divulgação, a informação não pode ser utilizada pelo administrador em seu próprio benefício e deve ser mantida em sigilo para que nenhuma outra pessoa o faça. Desse modo, é possível dizer que o Brasil adotou a regra da divulgação ou abstenção (*disclose or abstain doctrine*), de forma que, na posse de uma informação relevante ainda não revelada ao mercado, o administrador deve divulgá-la ou, caso sua divulgação não seja aconselhável por qualquer motivo, mantê-la em sigilo e abster-se de utilizá-la em seu benefício.

Esse entendimento foi originalmente formulado pelo direito norte-americano, no caso *Chiarella v. United States*, no qual a Suprema Corte dos Estados Unidos analisou possível violação da Regra 10b-5, que define e coíbe certos atos ilícitos no mercado de valores mobiliários²⁴³. No caso, o empregado de uma gráfica contratada para imprimir os documentos de uma oferta de aquisição de controle foi capaz de inferir o nome das companhias envolvidas na operação. De posse de informação relevante, o funcionário negociou valores mobiliários e obteve lucro. A Suprema Corte decidiu que não houve violação à Regra 10b-5, pois a não divulgação de informação privilegiada só seria ilícita caso houvesse dever fiduciário de divulgar a informação ao mercado²⁴⁴.

A adoção da doutrina da divulgação ou abstenção pode ser identificada ainda a partir da ponderação entre o dever de lealdade do administrador, contido no artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, e seu dever de informar, de modo que “o administrador é obrigado a divulgar

Barbosa, em CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM SEI 19957.000592/2015-83 (RJ2014/6517), Relator Diretor Henrique Machado, julgado em 25/06/2019).

²⁴³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Ação nº 78-1202, Relator Lewis Franklin Powell Jr., julgado em 18/03/1980. Referência original: *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

²⁴⁴ “In this case, the petitioner was convicted of violating § 10(b) although he was not a corporate insider and he received no confidential information from the target company. Moreover, the ‘market information’ upon which he relied did not concern the earning power or operations of the target company, but only the plans of the acquiring company. Petitioner’s use of that information was not a fraud under § 10(b) unless he was subject to an affirmative duty to disclose it before trading” (*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 231 (1980)). Tradução livre: “Neste caso, o requerente foi condenado por violar o artigo 10(b), embora ele não fosse um agente interno e não tenha recebido informação confidencial da companhia-alvo. Além disso, a ‘informação de mercado’ utilizada por ele não dizia respeito à capacidade de geração de caixa ou operações da companhia-alvo, mas apenas aos planos da companhia adquirente. O uso desta informação pelo requerente não constitui fraude sob o artigo 10(b) a menos que ele estivesse sujeito a um dever afirmativo de divulgá-la antes de negociar”.

as notícias relevantes [...] e até à divulgação está obrigado ao sigilo, cuja violação enseja o ‘insider’”²⁴⁵.

Diante de todo o exposto, é possível afirmar que o artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 impõe deveres de informação aos próprios administradores da companhia aberta, aos quais corresponde, naturalmente, o direito subjetivo dos acionistas de receberem tais informações²⁴⁶. Assim, no caso de violação do dever de informar do administrador, a sua responsabilização dar-se-á pela ação societária adequada, conforme artigos 158 e 159 da Lei nº 6.404/1976, sujeito ao prazo prescricional do artigo 287, II, “b”, 2, da lei societária (3 anos).

Por outro lado, como será exposto na seção 4, eventuais violações do dever legal de informar pela própria companhia, em descumprimento às regras da Lei nº 6.385/1976, devem ser objeto de ação civil de reparação de danos, nos termos do artigo 927, *caput*, do Código Civil, sujeito aos prazos prescricionais próprios dispostos nos artigos 205 ou 206, conforme o caso, do mencionado diploma²⁴⁷.

Portanto, seria possível afirmar que o dever de informar dos administradores, disposto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976, se situa fora do escopo do presente trabalho, tendo em vista que a sua violação responsabiliza o administrador diretamente e não a companhia. Não obstante, a obrigação do administrador de divulgar ato ou fato relevante ao mercado, conforme artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, confunde-se com o dever da própria companhia, enquanto emissora de valores mobiliários, de divulgar ato ou fato relevante ao

²⁴⁵ LAMY FILHO, Alfredo. O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. p. 387-388.

²⁴⁶ Loc. cit.. No mesmo sentido, “[o] dever de informar dos administradores corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205...** Op. cit. p. 395).

²⁴⁷ Ao comentar o artigo 157 da Lei nº 6.404/1976, Fran Martins já apontava para as duas vias alternativas que o investidor prejudicado poderia utilizar para buscar reparação de perdas causadas por violações ao dever de informar (isto é, a ação societária de responsabilização e a ação civil de reparação). No entanto, como o autor analisou apenas o dever do administrador, baseado na lei societária, Fran Martins admitiu a responsabilização da companhia apenas com base na teoria orgânica, pela qual a pessoa jurídica deve responder pelos atos regulares de gestão dos diretores. Assim: “[a] lei atual reconheceu, de modo direto, o dever de informar por parte dos administradores das sociedades anônimas; como aqueles são órgãos da sociedade, os acionistas ficarão cientes, por intermédio dos mesmos, dos negócios sociais ou outros assuntos relativos à companhia. Não quis a lei reconhecer à própria sociedade o dever de prestar informações aos acionistas mas tratou do assunto como sendo ele um dever que o administrador assume, ao aceitar o cargo para que foi eleito. A falta do cumprimento desse dever não será imputada, assim, à sociedade, mas ao administrador da mesma, já que se trata de um dever pessoal. Daí a própria sociedade poder mover ação contra o administrador se do não cumprimento, por parte deste, do dever de informar que a lei lhe impôs advier prejuízo para a sociedade (art. 159). De igual modo, o acionista prejudicado terá ação contra o administrador; se, entretanto, não lograr êxito na sua ação, poderá agir contra a sociedade, visto como o administrador é órgão da mesma e, em tal caso, deixando de praticar um ato que envolva interesse social, a companhia poderá ser acionada para responder pelos prejuízos sofridos, ainda que tenha ação regressiva contra o administrador inadimplente” (MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 396).

mercado, conforme artigo 21-A e artigo 22, § 1º, VI, da Lei nº 6.385/1976, razão pela qual os dois temas devem ser abordados e diferenciados.

Feita essa breve exposição sobre o dever de informar do administrador de companhia aberta, passa-se à análise do dever de informar do acionista controlador e de acionistas com direito a eleger membros do conselho de administração ou fiscal.

2.4.2 O dever de informar de acionistas controladores e com participação relevante

Antes de adentrar o dever de informar da companhia, que constitui o objeto principal do presente estudo, é preciso tecer alguns comentários breves sobre o dever de informar do acionista controlador e de acionistas com direito a eleger membros do conselho de administração ou do conselho fiscal. Esse dever, que não foi previsto na redação original da Lei nº 6.404/1976, foi incluído na reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001 por meio da inclusão do artigo 116-A.

Segundo o dispositivo, os acionistas controladores (conforme definição de controle disposta no artigo 116, *caput*, da Lei nº 6.404/1976) e os acionistas com direito a eleger membros do conselho de administração e conselho fiscal devem informar as modificações de suas posições acionárias na companhia imediatamente à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nos quais os valores mobiliários da companhia sejam negociados.

A CVM regulou o tema no artigo 12 da Resolução CVM nº 44/2021, que estendeu o dever de informar dos acionistas controladores e acionistas relevantes a controladores indiretos e a acionistas que, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, realizam negociações relevantes. De forma sucinta, esses acionistas devem identificar-se e informar a quantidade de valores mobiliários que possuem, o objetivo de sua participação e a quantidade visada, a indicação sobre a existência de acordos de voto ou de bloqueio envolvendo os seus valores mobiliários, dentre outras informações²⁴⁸.

Para fins de aplicação da regra, considera-se negociação relevante o negócio ou conjunto de negócios que façam com que o acionista (ou grupo de acionistas) ultrapasse, para

²⁴⁸ Conforme artigo 12, I a V, da Resolução CVM nº 44/2021 (equivalente ao artigo 12, I a VI, da Instrução CVM nº 358/2002).

cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento) e assim por diante, com relação a uma espécie ou classe de ações da companhia²⁴⁹.

O dever de informar do acionista controlador e dos acionistas relevantes encontra-se fora do escopo do presente trabalho, razão pela qual não será esmiuçado. Basta pontuar que o artigo 116-A apenas incluiu, na Lei nº 6.404/1976, uma regra que já existia nas normas da CVM (no artigo 6º da então vigente Instrução CVM 299/1999) e do Novo Mercado da BM&F Bovespa (atual B3), cujo principal objetivo é facilitar a fiscalização do *insider trading*²⁵⁰.

2.4.3 O dever de informar da companhia

O dever de informar dos administradores, embora seja importante instrumento de tutela dos interesses dos acionistas, é insuficiente para garantir os direitos de investidores de mercado, em função do seu escopo estrito²⁵¹. Faz-se necessário ultrapassar os limites subjetivos próprios do direito do acionista à informação para um dever mais amplo de divulgação ao público investidor²⁵².

Dado que a informação é utilizada por investidores para precificar ativos e tomar decisões de investimento, as companhias devem assegurar que as informações divulgadas ao mercado sejam corretas, claras, precisas e suficientes. O direito brasileiro, a exemplo de outros ordenamentos, adotou o regime de divulgação obrigatória de informações pelas companhias como a principal forma de tutelar a confiança dos investidores nos mecanismos

²⁴⁹ Vide artigo 12, § 1º, da Resolução CVM nº 44/2021: “Art. 12. [...] § 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta”.

²⁵⁰ “O artigo 116-A foi acrescentado à Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/2001, que consolidou o princípio do dever de informar atribuído a determinados acionistas, que era, anteriormente, previsto em ato normativo da Comissão de Valores Mobiliários e nas regras do Novo Mercado da BM&F Bovespa [...] Essa norma facilita a fiscalização e o combate ao insider trading pela Comissão de Valores Mobiliários e pelas Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado, que passam a receber diretamente do acionista controlador e dos acionistas ou grupo de acionistas que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal informações sobre os negócios que tenham realizado” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 680-681).

²⁵¹ GUARRIDES, Joaquin. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1982. p. 49.

²⁵² “Mas eis que aqui junto a este direito subjetivo do acionista, ao qual corresponde o dever da sociedade de facilitar as informações, aparece hoje um dever mais amplo, um dever de informação ao público, precisamente a cargo daquelas sociedades que apelam à poupança popular, levando suas ações à bolsa. Em tal caso, a marcha dos negócios da sociedade não interessa somente aos acionistas, mas interessa também ao público em geral, a todos os cidadãos que podem, talvez, querer ser acionistas adquirindo ações da sociedade em questão, e que, portanto, têm direito de ser informados do que ocorre no seio da sociedade. O direito individual converteu-se em um dever público” (Ibidem. p. 50).

de troca²⁵³ e protegê-los de abusos no uso de informações privilegiadas por *corporate insiders*²⁵⁴. Em função do regime de divulgação obrigatória, a lógica puramente privatista do acesso à informação pelo acionista é substituída por uma “disciplina publicística da informação”, reforçando o perfil institucional da companhia²⁵⁵.

As normas que obrigam emissores a divulgar informações ao mercado podem ser encontradas na Lei nº 6.385/1976, que atribuiu à CVM e ao CMN poderes para: (i) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários; (iii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão; (iv) proteger investidores contra emissões irregulares, atos ilegais de administradores e acionistas de companhias abertas e uso de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado; (v) evitar modalidades de fraudes e manipulação de mercado; (vi) assegurar o acesso do público investidor a informações sobre emissores de valores mobiliários; e (vii) assegurar a observância de práticas equitativas no mercado²⁵⁶.

Embora a Lei nº 6.385/1976 tenha delegado amplos poderes para a CVM emitir normas sobre a divulgação de informações, ela não deixou de oferecer parâmetros básicos a respeito da divulgação de informações nos mercados primário e secundário.

Segundo o artigo 19, *caput*, da Lei nº 6.385/1976, nenhuma emissão pode ser distribuída sem o prévio registro na CVM. O § 5º, II, do mesmo dispositivo, confere ao órgão a atribuição de emitir normas sobre as informações que devem instruir o pedido de registro da oferta pública de valores mobiliários, inclusive, sobre a própria companhia emissora e seus empreendimentos, as características da emissão e o uso dos recursos que serão captados, o vendedor dos valores mobiliários (no caso de uma oferta secundária, em que as figuras do emissor e do ofertante podem ser distintas) e os participantes da distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a emissora ou ofertante. Ademais, o artigo 19, § 6º, da Lei nº 6.385/1976 determina que a CVM pode condicionar a realização da oferta ao fornecimento de informações que julgar pertinentes para a proteção dos investidores.

²⁵³ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 193-194.

²⁵⁴ BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976...** Op. cit. p. 5.

²⁵⁵ “É introduzida, assim, uma nova filosofia da informação, em que se abandona uma lógica privatista, em prol de uma disciplina publicística da informação, que, desbordando do âmbito interno da companhia, confirma a superação de uma concepção contratualista da sociedade anônima pela consideração de uma visão institucional, hábil a justificar as exigências de controle e fiscalização a ela externos” (MILLER, Daniel Schiavoni. Op. cit. p. 97).

²⁵⁶ Vide artigo 4º da Lei nº 6.385/1976.

Quanto às operações no mercado secundário, o artigo 21, § 6º, II, da Lei nº 6.385/1976 delega à entidade poderes para expedir normas sobre as informações e documentos que as companhias devem apresentar para obter o registro de companhia aberta. O artigo 21-A permite que a CVM emita normas referentes à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por pessoas que tenham acesso a informações relevantes. O artigo 22 estabelece, em seu § 2º, que compete à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas acerca das informações que devem divulgar e da periodicidade da divulgação, das informações que devem ser prestadas por administradores sobre negociações com valores mobiliários da companhia, de suas controladoras e controladas, da divulgação de deliberações da assembleia geral e de fatos relevantes e da realização de reunião anual com acionistas e agentes do mercado para divulgação de determinadas informações financeiras.

A Lei nº 6.385/1976, portanto, garantiu à CVM amplos poderes para emitir normas sobre exigências informacionais. Assim como a Lei nº 4.728/1965, que a antecedeu, a norma parece ter buscado inspiração no modelo norte-americano de regulamentação do mercado de valores mobiliários²⁵⁷.

A legislação federal que rege o mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América foi criada na década de 1930. A Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*) endereça o mercado primário e exige a divulgação de informações em emissões de valores mobiliários, enquanto a Lei de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act*) trata do mercado secundário, ao qual “estendeu o princípio do *full and fair disclosure*”²⁵⁸. A partir das duas leis, criou-se no mercado de valores mobiliários norte-americano um regime de divulgação obrigatória de informações pelas companhias, além de também ter-se estabelecido punições contra operações fraudulentas e atos ilícitos cometidos no âmbito de ofertas públicas²⁵⁹.

²⁵⁷ “A inspiração de todas as mudanças na arquitetura das bolsas e a criação do Sistema de Distribuição do Mercado de Capitais foi extraída de instituições norte-americanas. Nada mais lógico, pois os Estados Unidos contavam com as bolsas mais desenvolvidas e uma cadeia de intermediários que exercia plena e satisfatoriamente a tarefa de originar e promover a colocação dos títulos emitidos pelas empresas americanas. Com isso, o Brasil abandonava a influência francesa que comandara a legislação bursátil desde os 1890” (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil...** Op. cit. p. 186).

²⁵⁸ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982. p. 94.

²⁵⁹ PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 288.

As duas legislações refletem, de certo modo, um abandono da ideologia *laissez-faire*²⁶⁰. Não por acaso, o arcabouço jurídico norte-americano de regulamentação do mercado de valores mobiliários na esfera federal surgiu no pós-crise da quebra da Bolsa de Nova York em 1929, no contexto do plano do *New Deal*²⁶¹. A necessidade de fornecer proteções aos investidores decorreu da percepção de que a quebra da Bolsa de Nova York fora causada por uma combinação de operações fraudulentas e alocação da poupança em empreendimentos com fundamentos frágeis²⁶².

Assim, a legislação federal criada logo após a crise buscou garantir a divulgação de informações essenciais ao público investidor nas ofertas de valores mobiliários, bem como em sua compra e venda no mercado secundário, permitindo que os investidores selecionassem melhor os empreendimentos nos quais alocariam seus recursos²⁶³.

Embora tenham sido inovadoras no âmbito federal, a leis de 1933 e 1934 não foram precursoras na instituição de regras aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários, pois, no âmbito dos Estados norte-americanos, as *blue sky laws* já forneciam proteção a investidores contra fraudes em emissões²⁶⁴. As leis estaduais ganharam esse nome em razão do seu objetivo de frear empreendimentos que não ofereciam nada além de “diversos metros de céu azul”²⁶⁵. Em 1933, quando a primeira legislação federal (*Securities Act*) foi promulgada, quarenta e sete Estados norte-americanos e o Havaí já dispunham de *blue sky laws*²⁶⁶.

Em geral, as *blue sky laws* têm o intuito de reprimir fraudes na emissão de títulos e, em alguns casos, exigem o registro prévio de diferentes participantes do mercado, como corretores (*broker-dealers*) e analistas de investimento, assim como de emissões de títulos²⁶⁷. As leis permitem que autoridades investiguem emissões ou transações que pareçam

²⁶⁰ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 80-81. A expressão “laissez faire, laissez passer” refletia a ideologia liberal que privilegiava o individualismo e a possibilidade de cada indivíduo tomar as suas próprias decisões quanto ao uso de recursos escassos (NUSDEO, Fábio. Op. cit. p. 126-127).

²⁶¹ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 78.

²⁶² “Considerou-se que grande parte dos motivos que levaram ao crash da New York Stock Exchange, em outubro de 1929, estava associada à falta de uma regulamentação federal do mercado de valores mobiliários norte-americano, o que acabou por possibilitar (i) a ocorrência de operações de caráter fraudulento; e (ii) a alocação ineficiente da poupança, por meio da realização de investimentos por preços vultosos em empreendimentos de qualidade extremamente baixa, que não refletiam, fundamentalmente, o valor investido, e que, posteriormente, demonstraram não ter praticamente valor algum” (Ibidem. p. 80).

²⁶³ Ibidem. p. 81-82.

²⁶⁴ “Pois o Securities Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934 não surgiram propriamente ex novo: leis estaduais, já há algumas décadas, preparavam o caminho para essa disciplina, em termos nacionais, do mercado de capitais. São as *blue sky laws*, assim chamadas porque visavam a proteger os investidores contra lançadores inescrupulosos, para que nem o céu azul era limite par as suas aventuras no mercado de valores” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 83).

²⁶⁵ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 79.

²⁶⁶ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 84.

²⁶⁷ Ibidem. p. 89-90.

fraudulentas, imponham medidas cautelares e formulem exigências na medida do que as regras processuais permitem²⁶⁸. O objetivo das leis era limitado à prevenção de fraudes e práticas não equitativas na venda de valores mobiliários e, por consequência, não havia intenção de proteger o investidor contra os riscos inerentes às negociações realizadas no mercado²⁶⁹.

Nem mesmo no âmbito internacional as leis federais norte-americanas foram precursoras no regramento do mercado de valores mobiliários. A Inglaterra possuía, desde o século XVIII, normas aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, como a *Bubble Act* (1720), a *Companies Act* (1844) e a *English Companies Act* (1929)²⁷⁰.

Na década de 1930, quando se iniciou nos Estados Unidos o debate acerca do marco legal para o mercado de valores mobiliários em âmbito federal, travou-se o embate entre aqueles que defendiam uma legislação meramente repressiva e os que defendiam regras preventivas aplicadas por órgãos de supervisão federais²⁷¹. Havia, ainda, aqueles que defendiam uma lei baseada no princípio de *disclosure*, a exemplo da *English Companies Act* de 1929.

Os que defendiam que a legislação norte-americana deveria se inspirar na experiência inglesa aparentemente prevaleceram, visto que as leis de 1933 e 1934 adotaram o princípio do *full disclosure*²⁷²⁻²⁷³. A *Securities Act* de 1933, desse modo, baseou-se na lógica da *English*

²⁶⁸ Loc. cit.

²⁶⁹ “The essential feature of blue-sky legislation is the intent to prevent fraud and unfair practices in the sale of securities. It is not the function of such legislation to protect the purchaser of securities against such danger of loss as may be inherent in the security which he buys. Neither is such legislation designed to prevent the purchaser from speculating if he desires to do so. It is designed to assure, as far as its administration can accomplish the purpose, that the buyer of securities is not misled as to the real nature of what he buys, that where he is buying speculative securities he be sufficiently advised of that fact, and that he have in return for the risk which he assumes, a fair chance for speculative profit” (MATTHEWS, George C. **Blue sky regulation and public utility securities**. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/1933/0926-27-2829mathews.pdf>. Acesso em 26 de outubro de 2019. p. 1-2). Tradução livre: “A característica essencial da legislação do céu azul (blue sky) é a intenção de prevenir fraudes e práticas não equitativas na venda de valores mobiliários. Não é função desta legislação proteger o comprador de valores mobiliários contra o risco de perda que possa ser inerente ao valor mobiliário adquirido. Também não é intenção desta legislação prevenir o comprador de especular, caso ele queira. Ela é feita para garantir, na medida das possibilidades do aplicador da lei, que o comprador de valores mobiliários não seja enganado quanto à real natureza do que ele está comprando; que, quando comprar valores mobiliários especulativos, seja suficientemente alertado deste fato, e que ele tenha em retorno do risco que assume uma chance justa de um lucro especulativo”.

²⁷⁰ “Daí decorre a edição, no Reino Unido, do Bubble Act de 1720, destinado a combater as bolhas especulativas e o desenvolvimento de empreendimentos fraudulentos no mercado, bem como do Companies Act de 1844, que, de forma pioneira, apresentou regras destinadas ao controle de captação de poupança popular, institucionalizando o princípio da divulgação obrigatória de informações, por meio da obrigatoriedade de elaboração e registro de prospecto contendo informações financeiras e societárias das companhias emissoras de ações a serem publicamente ofertadas – orientação essa que foi mantida pelo English Companies Act de 1929” (PITTA, André Grünspan. **O regime de informação...** Op. cit. p. 79).

²⁷¹ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 90.

²⁷² “Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as securities regulations consagraram o sistema do disclosure, e seus defensores a proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia,

Companies Act de 1929, instituindo sistema de registro de ofertas públicas de valores mobiliários e exigindo a divulgação de todas as informações consideradas essenciais à tomada de decisão do investidor nessas operações²⁷⁴.

Cita-se, frequentemente, a frase dita por Louis D. Brandeis, juiz da Suprema Corte norte-americana a partir de 1916, destacando que “[a] luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial”, como representativa do espírito do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934²⁷⁵. Assim, as legislações norte-americanas de 1933 e 1934 incorporaram o sistema do *full and fair disclosure* e consolidaram a atuação estatal dirigista na economia, estruturada por meio de polícia administrativa do mercado de valores mobiliários, que visa a tutelar o interesse coletivo no mercado²⁷⁶.

A divulgação de informações serve não só para fornecer subsídios à tomada de decisão de investimento, como também para coibir “práticas abusivas e desvios de conduta daqueles que se encontrariam em posição de superioridade informacional com relação ao investidor, caso a divulgação de informações não fosse obrigatória”²⁷⁷. Dentro do sistema de *full disclosure*, o regulador não assume qualquer papel na seleção qualitativa de empreendimentos, limitando-se a garantir o fornecimento de informações que permita ao próprio investidor realizar a seleção, devendo a lei “propiciar o acesso igual, para todos, a

posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado” (Ibidem. p. 90).

²⁷³ “Os aspectos principais da legislação do mercado de capitais norte-americano editada em 1933 e 1934 são bem conhecidos. Aprovadas poucos anos depois da quebra da Bolsa de Valores de Nova York de 1929, tais leis procuraram disciplinar os mercados de valores mobiliários por meio de regras impondo, principalmente, a divulgação de informações. Trata-se do desfecho da denominada batalha de filosofias, na qual confrontavam-se, de um lado, a visão de que a legislação deveria se voltar à repressão de fraudes – segundo o modelo da legislação estadual de Nova York – pois a regulação de cunho preventivo seria ineficaz, além de restringir a evolução de negócios honestos e, de outro lado, a visão de que a publicidade seria a melhor forma de controlar os mercados de valores mobiliários, deixando a cargo do investidor a decisão final” (MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015. p. 38-39). No mesmo sentido, vide parecer de Alfredo Lamy Filho: “A filosofia da ‘disclosure’ foi a vencedora nos Estados Unidos, em 1934. com a edição da ‘Securities Act’ e a criação da ‘Securities and Exchange Commission’, universalmente conhecida pela sua sigla ‘SEC’. Sustentava-se que, para o investidor, essas providências deveriam produzir basicamente, dois efeitos: impedir, ou prevenir, algumas transações fraudulentas. que não resistiriam à luz da publicidade; e melhorar o nível de julgamento dos ‘experts’, dos entendidos - ou dos que deviam entender os informes e os dados divulgados, especificamente, os corretores e os grandes investidores – o que, de alguma forma, deveria refletir-se no mercado, e acabaria filtrado para o investidor comum, através de seus conselheiros. Daí o ‘Securities Act’ ser chamado ‘a lei da verdade nos títulos’” (LAMY FILHO, Alfredo. **O dever de divulgar fato relevante...** Op. cit. p. 381).

²⁷⁴ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 81.

²⁷⁵ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 91.

²⁷⁶ Como destaca Luís Gastão Paes de Barros Leães, no entanto, “como polícia administrativa que é, não se preordena, como na prestação de serviços públicos industriais, a uma ação positiva do Poder Público, com o oferecimento de comodidades ou utilidades aos cidadãos, mas se orienta no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada não se faça sem a “revelação total e honesta de informações” ao mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo” (Ibidem. p. 92).

²⁷⁷ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 84.

informações materialmente relevantes, que permita uma decisão criteriosa a respeito das inversões almejadas”²⁷⁸.

Preservou-se, desse modo, a capacidade do mercado de promover a alocação de capitais de acordo com as leis da oferta e demanda, impondo-se apenas uma obrigação de transparência aos emissores, posta como “o instrumento-chave para polícia do mercado de valores na América e a pedra central da legislação federal correspondente”²⁷⁹.

O sistema de divulgação obrigatória de informações tem como principais fundamentos: (i) auxiliar a tomada de decisão racional de investimento; e (ii) coibir atos ilícitos nas emissões públicas de valores mobiliários²⁸⁰.

Pode-se indagar, no entanto, se a imposição legal de transparência é necessária para se alcançar esses objetivos. O que aconteceria se não houvesse regras que obrigassem a divulgação de informações?

Em geral, alega-se que, na ausência de regras, os emissores de valores mobiliários poderiam não disponibilizar um volume desejável de informações, pois os incentivos para a não divulgação de informações superariam os incentivos da divulgação²⁸¹. Como consequência, investidores deixariam de adquirir ações no mercado e a economia estagnaria²⁸².

De fato, valores mobiliários representam expectativas de ganhos futuros que dependem do esforço do empreendedor e, em um ambiente assimétrico de informações, haveria entraves à seleção dos melhores projetos e à verificação de informações disponíveis sobre emissores²⁸³. Empreendedores e administradores têm mais informações do que investidores sobre os riscos e prospectos de um negócio e, em um mercado eficiente, as melhores combinações de administração-negócio deveriam atrair a maior quantidade de investimento²⁸⁴.

²⁷⁸ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 93.

²⁷⁹ Ibidem. p. 94.

²⁸⁰ Busca-se, assim, que os riscos do investidor fiquem limitados ao risco do próprio investimento, e não aos eventuais desvios de condutas de agentes do mercado. “Para manter essa confiabilidade [do mercado] e atrair investidores, a CVM deve assegurar tratamento equitativo a todos os participantes, especialmente ao investidor individual, garantindo que seus riscos fiquem limitados aos investimentos que realizou (o que não se confunde com o risco inerente às aplicações em valores mobiliários). Todas essas questões relacionam-se com o objetivo permanente da CVM de buscar maior eficiência do mercado” (JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Editora Atlas, 2014. p. 107).

²⁸¹ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 90.

²⁸² EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 277.

²⁸³ Ibidem. p. 280-281.

²⁸⁴ Ibidem. p. 280.

A tese do mercado de limões, desenvolvida por George Akerlof²⁸⁵, determina que, em um mercado sem divulgação de informações, os investidores precificarão todos os empreendimentos empresariais na média, de modo que os melhores empresários não conseguirão retornos adequados em seus projetos e empresários ruins conseguirão um retorno maior do que o adequado em projetos de baixa qualidade²⁸⁶.

Outro argumento frequentemente utilizado para justificar o sistema de *full disclosure* é o de que conflitos de agência criariam incentivos contrários à divulgação de informações²⁸⁷. Os acionistas controladores e administradores tenderiam a ocultar informações que pudessem ser consideradas negativas por investidores, tendo em vista que impactos na cotação dos valores mobiliários da companhia poderiam afetar os seus rendimentos²⁸⁸. Além disso, controladores também teriam desincentivos para a divulgação de informações em função da possibilidade de extrair benefícios do controle por meio de transações entre partes relacionadas²⁸⁹.

A divulgação obrigatória de informações ajuda a mitigar os custos de agência, pois auxilia a tomada de decisão do investidor de se tornar acionista de uma companhia e, posteriormente, de vender as suas ações²⁹⁰. Em ofertas públicas, o prospecto garante ao investidor as informações que ele precisa para decidir se comprará ou não os valores mobiliários que são ofertados, possibilitando que ele decida de forma racional se quer ingressar naquela relação de agência. As divulgações periódicas, por sua vez, permitem que o investidor pondere se deseja permanecer vinculado à relação de agência na qual ingressou ao adquirir valores mobiliários de uma determinada companhia²⁹¹.

Ainda que haja desincentivos à divulgação voluntária, é incorreto supor que, na ausência de regras de divulgação obrigatória, os emissores de valores mobiliários não forneceriam informações sobre seus negócios. Nos Estados Unidos, mesmo antes das legislações de 1933 e 1934, diversas companhias norte-americanas divulgavam informações e

²⁸⁵ A tese dos limões refere-se à situação hipotética proposta por George Akerlof: se, em um mercado de carros usados, os compradores não tiverem informações suficientes sobre os carros à venda, tratarão de forma igual os carros bons e os ruins (esses chamados de “limões”). A situação afastaria os vendedores de bons carros no mercado, deixando apenas os limões. Isso, por sua vez, afastaria os compradores, inviabilizando a própria existência do mercado. Vide AKERLOF, George A. *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **The Quarterly Journal of Economics**, Nova York, v. 84, p. 488-500, 1970. p. 488.

²⁸⁶ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 280.

²⁸⁷ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 90.

²⁸⁸ Ibidem. p. 90.

²⁸⁹ Ibidem. p. 91.

²⁹⁰ ARMOR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **Agency problems, legal strategies and enforcement**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>. Acesso em 27 de outubro de 2019. p. 15.

²⁹¹ Ibidem. p. 15.

submetiam-nas ao crivo de auditores²⁹². Isso mostra que, em um ambiente onde a divulgação de informações não é obrigatória, bons emissores podem destacar-se por meio de divulgações voluntárias.

Um sistema de divulgação voluntária, no entanto, geraria alguns custos relevantes. Em primeiro lugar, criaria dificuldades à verificação das informações divulgadas e abriria espaço para que emissores ruins buscassem imitar os padrões de divulgação dos bons emissores²⁹³. Esses problemas demandariam a verificação e a certificação das informações divulgadas e o estabelecimento de regras rígidas de combate a fraudes²⁹⁴.

Um sistema de divulgação voluntária geraria, ainda, outros problemas associados ao custo informacional. O primeiro deles decorre da característica da informação como bem público. A divulgação de informações por emissores de valores mobiliários beneficia não só investidores do mercado de valores mobiliários, mas também concorrentes, clientes e fornecedores, que podem ajustar suas políticas e estratégias empresariais de acordo com as informações fornecidas, o que naturalmente gera desincentivos à divulgação de informações pelas companhias²⁹⁵.

Outro problema refere-se à má alocação do custo informacional, visto que: (i) a companhia tem um custo de produção de informações menor do que o custo dos investidores; (ii) o investidor tem incentivo para buscar apenas as informações que possam beneficiá-lo e não necessariamente as informações que sejam benéficas ao mercado como um todo; e (iii) na ausência de um regime de *disclosure* obrigatório, vários agentes poderiam buscar as mesmas informações, o que geraria ineficiência decorrente da superprodução de determinadas informações²⁹⁶.

O regime de divulgação obrigatória resolve grande parte dos problemas associados ao custo informacional. A necessidade de verificação e certificação ainda existe no sistema de divulgação obrigatória, mas o custo de verificar e certificar informações é menor, pois as divulgações são feitas de forma padronizada. A padronização dificulta que os maus emissores tentem imitar os bons emissores, visto que as regras de divulgação são as mesmas para todas as companhias. Ademais, o sistema de divulgação obrigatória aloca o custo de produzir informações às companhias, que têm melhor acesso à informação e, por consequência, menor

²⁹² EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 289.

²⁹³ Ibidem. p. 280-281.

²⁹⁴ Muito embora as regras contra fraudes não sejam perfeitas e possam também gerar efeitos adversos no caso de aplicação abaixo do necessário ou no caso de aplicação excessiva. Ibidem. p. 283-284.

²⁹⁵ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 91-93.

²⁹⁶ Ibidem. p. 93.

custo. Como a divulgação é feita de forma ampla e padronizada, não há custos duplicados de busca da mesma informação²⁹⁷.

Em suma, ainda que o sistema de divulgação obrigatória possa ter defeitos, seus benefícios o tornam mais vantajoso do que um eventual sistema de divulgação voluntária de informações. Talvez por esse motivo, Estados Unidos e Inglaterra tenham optado por criar um regime de *full disclosure* para o mercado de valores mobiliários, exemplo que foi seguido pelo Brasil por meio da Lei nº 6.385/1976.

2.5 A divulgação da informação no mercado de valores mobiliários

Na última seção, analisou-se o dever legal de informar da companhia, demonstrando-se que ela possui deveres de informação que se diferenciam do dever de informar dos administradores, embora possam sobrepor-se a ele. A presente seção dedica-se, especificamente, ao exame do conteúdo normativo dos deveres de informar da companhia aberta. A análise seguirá a divisão adotada pelas normas editadas pela CVM, perscrutando-se, separadamente, o regime de transparência nos mercados primário e secundário.

2.5.1 A divulgação da informação no mercado primário

O mercado primário é a porta de entrada do mercado de valores mobiliários. É no mercado primário que ocorrem as ofertas públicas, quando valores mobiliários são ofertados ao público investidor²⁹⁸, seja por meio de uma emissão de novos valores mobiliários (oferta primária), seja por meio de uma venda de valores mobiliários já emitidos (oferta secundária)²⁹⁹.

²⁹⁷ “Caso a divulgação de informações não fosse imposta de modo padronizado, por meio de regras específicas determinando a sua extensão e forma de apresentação, facilita o seu uso e sua manipulação, principalmente por permitir a comparação entre diversos emissores distintos, o que obviamente aumenta a importância e o valor da informação para seus destinatários” (Ibidem. p. 94).

²⁹⁸ “Entende-se por mercado primário quando ocorre a emissão de valor mobiliário, a seu turno, trata-se do mercado secundário quando há circulação de valores mobiliários já existentes” (PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 341).

²⁹⁹ “As ofertas são primárias quando há emissão de novos valores mobiliários pela companhia no contexto da oferta. Ou seja, para que uma companhia realize uma oferta de ações de distribuição primária deverá, no contexto da oferta, emitir novas ações a serem subscritas pelos investidores. [...] Já as ofertas secundárias consistem na alienação de valores mobiliários já emitidos e detidos pelos titulares desses valores, que irão entregá-los aos investidores que adquirirem tais títulos no contexto da oferta. Esse seria o caso, por exemplo, de um acionista que decide alienar suas ações numa oferta pública para terceiros” (SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE

Pela oferta primária, a companhia emite valores mobiliários ao mercado, captando recursos para sua atividade, os quais são somados ao seu patrimônio. Pela oferta secundária, acionistas ou titulares de valores mobiliários da companhia vendem seus títulos ao mercado. Nessas, quem recebe os recursos em contraprestação aos valores mobiliários ofertados não é a companhia, mas sim os ofertantes³⁰⁰, com a ressalva de que a própria companhia pode vender ações mantidas em tesouraria nas ofertas secundárias³⁰¹.

A oferta de valores mobiliários somente deve ser precedida de registro perante a CVM no caso de caracterizar-se como pública³⁰², cabendo à autarquia avaliar o cumprimento das obrigações dispostas na Instrução CVM nº 400/2003. A existência de oferta pública é aferida no caso concreto, mas o artigo 19, § 3º, da Lei nº 6.385/1976 e o artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003 oferecem alguns parâmetros de análise que indicam, de forma sucinta, que será pública a oferta em que houver apelo ao público em geral por meio, por exemplo, de materiais publicitários, documentos de divulgação e venda, lojas abertas ao público e procura por subscritores³⁰³.

VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 804).

³⁰⁰ “As ofertas primárias atendem à principal função econômica do mercado de valores mobiliários, qual seja, a de permitir o financiamento de médio e de longo prazo das empresas. As ofertas secundárias, por sua vez, são aquelas em que os acionistas da companhia ou os titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem no mercado os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Neste caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir as ações ou os outros valores mobiliários ofertados não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes” (EIZIRIK, Nelson. *A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários*. In: WALD, Arnoldo *et al.* (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais – Homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 21).

³⁰¹ A possibilidade é expressamente prevista no artigo 4º, II, da Instrução CVM nº 567/2015, como hipótese de dispensa da necessidade de aprovação pela assembleia geral. Confira-se o dispositivo: “Art. 4º A aprovação por parte da assembleia geral a que se refere o art. 3º é dispensada quando se tratar de: [...] II - oferta pública de distribuição secundária de ações em tesouraria ou de valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações em tesouraria”.

³⁰² Conforme artigo 19 da Lei nº 6.385/1976: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

³⁰³ Vide a redação do artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003: “Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação”. Em sentido semelhante, confira-se a redação artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/1976: “Art.19 [...] § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a

No contexto de uma oferta pública de valores mobiliários, o principal objetivo da regulação é garantir que os investidores tenham acesso a informações adequadas sobre a oferta e os ativos ofertados³⁰⁴, de modo a reduzir a assimetria de informações entre o ofertante e os destinatários da oferta³⁰⁵.

Até a promulgação da Instrução CVM nº 400/2003, as emissões no mercado primário eram regidas por duas normas distintas.

A Instrução CVM nº 13/1980 regia a subscrição pública de ações, ou seja, ofertas primárias. A regra geral sobre a divulgação de informações estava contida em seu artigo 14, estabelecendo que “[o]s administradores da companhia emissora são responsáveis pela veracidade das informações encaminhadas à CVM, através do líder da distribuição, por ocasião do registro”. Além da responsabilidade dos administradores, a mesma instrução também atribuía ao intermediário da oferta a tarefa de verificar a suficiência das informações prestadas. Segundo o artigo 14, § 1º, da referida norma, caberia ao intermediário desenvolver esforços para verificar a suficiência e a qualidade das informações, de modo a subsidiar a tomada de decisão pelos investidores, inclusive, das informações eventuais e periódicas.

As ofertas secundárias eram tratadas pela Instrução CVM nº 88/1988, que atribuía ao ofertante, em seu artigo 24, a responsabilidade “pela veracidade e consistência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante o prazo de distribuição”. O parágrafo único do mesmo dispositivo, a exemplo do artigo 14, § 1º, da Instrução CVM nº 13/1980, determinava que o intermediário da oferta deveria “desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações prestadas por ocasião do registro na CVM”.

A Instrução CVM nº 400/2003 unificou o regime das ofertas primárias e secundárias no mercado primário e endereçou a necessidade de fornecimento de informação em diversos dispositivos. O seu artigo 38 determina que o prospecto da oferta deve conter “informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de

negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação”.

³⁰⁴ Ao emitir publicamente valores mobiliários, as companhias devem “prestar informações fundamentais, não apenas acerca de sua situação econômico-financeira, mas também sobre seu estatuto social, sua organização societária e operacional, seus produtos etc., proporcionando a avaliação de sua real situação e, por conseguinte, do potencial de valorização de suas ações” (JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Op. cit. p. 120).

³⁰⁵ Deve-se reconhecer que há interesse público em que a assimetria de informações seja mitigada e não faria sentido impor ao comprador a obrigação de informar-se sobre os valores mobiliários ofertados ao mercado, pois a obtenção de informação é custosa. Assim, inverte-se o ônus, impondo-se ao vendedor a obrigação de informar (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 394).

modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”. Segundo o artigo 41, o ofertante e a instituição líder devem suspender a oferta no caso de constatar-se que o prospecto contém deficiência informacional “que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento”.

A respeito da responsabilidade pelo fornecimento de informações, o artigo 56 é categórico: “[o] ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”³⁰⁶. Ademais, o artigo 56, § 1º, da Instrução CVM nº 400/2003, a exemplo das normas que a antecederam, impõe ao intermediário a obrigação de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para garantir a veracidade e a suficiência das informações prestadas pelo ofertante ao mercado. É interessante notar que, enquanto as Instruções CVM nº 13/1980 e nº 88/1988 optaram por responsabilizar os administradores pela falha na divulgação de informações, a Instrução CVM nº 400/2003 priorizou a responsabilização do próprio ofertante.

Quanto à forma das divulgações no mercado primário, portanto, é possível identificar um padrão normativo. Segundo as normas da CVM, os ofertantes de valores mobiliários emitidos publicamente devem fornecer informações necessárias para a tomada de decisão de investimento, divulgadas de forma completa, precisa, verdadeira, atual, clara e objetiva, isto é, em linguagem acessível. O padrão é semelhante à “*Plain English Rule*” adotada nos Estados Unidos, segundo a qual os documentos de divulgação devem usar linguagem clara e acessível e evitar definições desnecessárias, termos excessivamente técnicos, textos padronizados, dentre outras recomendações³⁰⁷.

O uso de linguagem clara e acessível é ressaltado pela SRE em suas recomendações a respeito da redação do prospecto. O Ofício-Circular CVM/SRE nº 02/19 determina que a redação do prospecto deve conter sentenças com estruturas concisas, tom direto e convidativo à leitura e design visualmente agradável. De forma geral, deve conter características de um

³⁰⁶ Redação idêntica foi reproduzida no artigo 29 da minuta de resolução proposta pela CVM para substituir a Instrução CVM nº 400/2003, a qual encontra-se em análise no âmbito da Audiência Pública SDM 02/21.

³⁰⁷ “Entre as regras de preparação de materiais informativos, atualmente codificadas nos Estados Unidos, encontram-se as seguintes: (i) a informação deve ser apresentada utilizando sentenças claras, curtas e concisas e, se possível, devem ser confeccionadas listas (bullet points); (ii) o prospecto deve ser dividido em títulos e subtítulos; (iii) deve-se evitar a utilização de um glossário de termos definidos, exceto se o termo que precisa ser definido não for claro em seu contexto; e (iv) deve-se evitar o emprego de termos extremamente técnicos, linguagem padronizada (boilerplate) ou a apresentação de informação repetida em mais de uma seção” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 396).

documento simples, fácil de ler e, mais ainda, deve parecer ter sido feito para ser lido³⁰⁸. Deve-se evitar linguagem excessivamente técnica e jargões, privilegiando-se a comunicação clara de informações complexas³⁰⁹.

O conteúdo das informações divulgadas pode mudar ao longo do tempo, tendo em vista que a CVM possui liberdade para exigir as “informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor” (artigo 19, § 6º, da Lei nº 6.385/1976). A definição do conjunto de informações julgadas necessárias depende do significado de “público investidor”, destinatário das informações divulgadas pelo ofertante, ou seja, é preciso determinar quem são os investidores que o legislador buscou tutelar.

Há diferentes opiniões a esse respeito. Há quem defenda que o prospecto deve ser redigido com base nas necessidades de investidores qualificados e analistas, pois o investidor leigo buscará a informação desses agentes. Por outro lado, há opiniões no sentido de que o prospecto deve ser preparado em duas versões, sendo uma completa, para investidores sofisticados e analistas, e uma resumida, para investidores leigos³¹⁰. O Brasil parece ter adotado o padrão europeu do investidor médio, segundo o qual o prospecto deve ser elaborado levando-se em consideração “o homem médio, sem conhecimentos financeiros aprofundados, mas disposto a se familiarizar com a linguagem técnica”³¹¹.

Ainda que se admita que o legislador brasileiro buscou tutelar o investidor médio, ele nem sempre é o alvo prioritário da oferta pública. A depender das circunstâncias, o ofertante pode preferir direcionar sua oferta apenas para investidores sofisticados. Nesses casos, deve-se exigir apenas as informações necessárias e úteis para o público alvo dos esforços de captação, pois a regulação deve ser razoável e buscar não onerar excessivamente as companhias³¹².

Por esse motivo, promulgou-se a Instrução CVM nº 476/2009, que criou um regime especial para ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, direcionadas exclusivamente a investidores profissionais³¹³. Outras normas também estabeleceram regimes específicos para

³⁰⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Circular CVM/SRE 02/2019**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em 16 de janeiro de 2020. p. 48.

³⁰⁹ Ibidem. p. 48-49.

³¹⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 396.

³¹¹ Ibidem. p. 396-397.

³¹² BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 53, p. 109-124, 2011. p. 110.

³¹³ Vide a redação do artigo 2º, caput e parágrafo único, da Instrução CVM nº 476/2009: “Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de

ofertas públicas que apresentam características próprias, como a Instrução CVM nº 602/2018, que rege as ofertas públicas de contratos de investimento coletivo hoteleiro, a Instrução CVM nº 588/2017, a respeito de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas por meio de plataformas de *crowdfunding*, e a Resolução CVM nº 8/2020, sobre a oferta pública de certificado de operações estruturadas e dos títulos de crédito Letra Financeira e Letra Imobiliária Garantida realizadas com dispensa de registro. Todas essas normas, por serem aplicáveis a ofertas públicas que apresentam características próprias, buscaram estruturar regimes de divulgação que lhes sejam adequados, razoáveis e suficientes.

Há também, dentro da própria Instrução CVM nº 400/2003, a previsão de regimes especiais de ofertas públicas de valores mobiliários. O artigo 6º-A prevê a concessão automática de registro de ofertas públicas de valores mobiliários por emissora com grande exposição ao mercado³¹⁴, o artigo 11 permite que o emissor requeira à SRE o registro de programa de distribuição de valores mobiliários e o artigo 13-A permite, em determinadas circunstâncias, o registro de programas de distribuição contínua de valores mobiliários.

Em todo o caso, no contexto de uma oferta pública, as informações são geralmente concentradas no prospecto, que é o documento mais importante da oferta³¹⁵.

A existência de um prospecto não é novidade no direito societário brasileiro. O Decreto Lei nº 2.627/1940 já previa a existência do documento na constituição de sociedade anônima por subscrição pública. O prospecto, segundo o artigo 40, III, do Decreto Lei nº 2.627/1940, conteria “a exposição clara e precisa das bases da sociedade e dos motivos ou razões que têm os fundadores para esperar êxito do empreendimento” e deveria dispor sobre o modo de constituição e realização do capital, as características das ações, as obrigações e benefícios dos fundadores, o período de subscrição e os estabelecimentos autorizados a receberem as entradas de capital, dentre outros aspectos³¹⁶.

valores mobiliários. Parágrafo único. Não será permitida a busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores”.

³¹⁴ “Art. 6º-A O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por emissora com grande exposição ao mercado, conforme definido em regra específica, será concedido automaticamente”.

³¹⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Oferta Pública de Distribuição...** Op. cit. p. 28.

³¹⁶ “Art. 40. [...] IV – o prospecto mencionará claramente: a) o modo de constituição e realização do capital; b) a individualização dos bens, que deverão ser avaliados antes de entrar para a formação do capital; c) o valor nominal das ações e as suas classes, se houver mais de uma; d) a importância da entrada inicial por ação, realizada no ato da subscrição; e) as obrigações e compromissos assumidos pelos fundadores, e os contratos assinados no interesse da futura sociedade, bem como as importâncias despendidas ou por spender; f) as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o artigo do projeto dos estatutos que as regula; g) a data do início e do termo da subscrição e as pessoas ou estabelecimentos autorizados a receber as entradas iniciais; h) o decreto de autorização do Governo para constituir-se a sociedade, si for o caso (art. 63); i) o prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembleia de constituição da sociedade ou a preliminar para a avaliação dos

O prospecto é um documento que possui importância jurídica³¹⁷, pois cria uma oferta de negócio jurídico direcionada ao público geral que, se aceita, vinculará as partes à realização do negócio³¹⁸ (subscrição ou aquisição de valores mobiliários).

Seja ele definitivo ou preliminar³¹⁹, o prospecto é o principal documento de divulgação de informações em uma oferta pública direcionada ao investidor médio. Nele, o ofertante dos valores mobiliários distribuídos publicamente deverá fornecer todas as informações que a CVM julga relevante para a tomada de decisão do investidor, que devem ser divulgadas de forma completa, precisa, verdadeira, atual, clara e objetiva, em linguagem acessível.

Deve-se ressaltar, ainda, que a Lei nº 6.404/1976 exige expressamente a existência do prospecto no caso de constituição de companhia por subscrição pública, conforme artigo 82, § 1º, da referida norma. O artigo 84 estabelece que o documento deve mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que fundamentam a expectativa de êxito do seu empreendimento, sendo que os doze incisos do dispositivo enumeram as informações mínimas que devem ser incluídas no prospecto³²⁰.

bens, se for o caso; j) as medidas que serão tomadas no caso de excesso de subscrição; k) o nome, a nacionalidade, a profissão e a residência dos fundadores”.

³¹⁷ “Não é o prospecto simples peça de propaganda, destituída de importância jurídica. Tem-na; e muita. Destina-se em verdade à publicidade. Objetiva chamar a atenção geral para o empreendimento; mas muito mais a despertar a atenção de quantos por ele se possam interessar, levando-os a nele aplicar seus recursos pecuniários, contribuindo, a um tempo, para o bem público com a instalação de mais uma indústria ou de estabelecimento comercial, quanto, e predominantemente, pela obtenção dos lucros que ele poderá produzir” (FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial – O Estatuto da Sociedade por Ações**. São Paulo: Saraiva S/A Livres Editores, 1961. v. 4. p. 76).

³¹⁸ “É o prospecto, encarado por este prisma, documento destinado a convencer muitas pessoas para a realização de negócio jurídico. Dirige-se *ad incertam personam*. Contém, todavia proposta, que deverá ser examinada, para a realização de negócio jurídico relevante, qual o da constituição de companhia mercantil ou industrial. Tem, por isso, que ser exato e revestido de sinceridade. O intuito dos proponentes é o de recolher e formar o capital julgado por eles necessário à realização da empresa” (Ibidem. p. 76).

³¹⁹ “Considerando-se, por um lado, a importância que o prospecto seja levado ao conhecimento dos investidores antes da tomada de decisão quanto à compra dos valores mobiliários ofertados e, por outro, o fato de que a regulamentação vigente não proíbe a existência de esforços de vendas antes da concessão do registro pela Comissão de Valores Mobiliários, essa Autarquia autoriza a utilização, pelo ofertante, do chamado prospecto preliminar” (EIZIRIK, Nelson. **A Oferta Pública de Distribuição...** Op. cit. p. 29).

³²⁰ “Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial: I - o valor do capital social a ser subscrito, o modo de sua realização e a existência ou não de autorização para aumento futuro; II - a parte do capital a ser formada com bens, a discriminação desses bens e o valor a eles atribuídos pelos fundadores; III - o número, as espécies e classes de ações em que se dividirá o capital; o valor nominal das ações, e o preço da emissão das ações; IV - a importância da entrada a ser realizada no ato da subscrição; V - as obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias já despendidas e por despender; VI - as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula; VII - a autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária; VIII - as datas de início e término da subscrição e as instituições autorizadas a receber as entradas; IX - a solução prevista para o caso de excesso de subscrição; X - o prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembléia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação dos bens, se for o caso; XI - o nome, nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou

O prospecto caracteriza um documento de oferta pública *sui generis*, na medida em que os ofertantes (fundadores) propõem “um contrato plurilateral associativo a ser celebrado pelos aceitantes (subscritores) entre si, tendo por objeto a constituição da companhia”³²¹. Na seara administrativa, a prestação de informações falsas ou tendenciosas no prospecto é considerada infração grave, nos termos do artigo 59, V, da Instrução CVM nº 400/2003 (com fundamento no artigo 11, § 3º, da Lei nº 6.404/1976).

Um último comentário deve ser feito quanto à incidência de normas autorregulatórias nas ofertas públicas de valores mobiliários. As regras dos segmentos especiais de listagem da B3 são mais relevantes no mercado secundário, conforme se verá a seguir. No mercado primário, mostram-se relevantes as disposições do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas, que regem questões relacionadas à verificação da veracidade e precisão das informações fornecidas no prospecto. No entanto, o referido código é aplicável “às instituições que atuam nas atividades de estruturação, coordenação e distribuição de Ofertas”³²², razão pela qual o seu descumprimento dificilmente implicará na criação de responsabilidade às companhias (enquanto emissoras ou ofertantes).

2.5.2 A divulgação da informação no mercado secundário

O mercado secundário é aquele onde os valores mobiliários são negociados por seus titulares em ambiente de negociação regulado, como a bolsa de valores, e tem a função primordial de conferir liquidez aos investimentos³²³. Enquanto o mercado primário permite que os valores mobiliários sejam colocados (distribuídos) no mercado pelos seus emissores ou ofertantes, por meio de oferta pública, o mercado secundário permite que os ativos sejam

denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito, XII - a instituição financeira intermediária do lançamento, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizerem menção, para exame de qualquer interessado”.

³²¹ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Constituição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 514.

³²² Artigo 3º, caput, do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas.

³²³ “O mercado secundário, por sua vez, é aquele em que os valores mobiliários são livremente negociados entre os interessados. Tem por função principal conferir liquidez ao investimento, incentivando, assim, a alocação inicial dos recursos no âmbito do mercado primário, em face da possibilidade de, posteriormente, realizar a venda dos valores mobiliários para outros interessados. O mercado secundário é marcado pela existência de ambientes de negociação para os valores mobiliários subscritos no mercado primário (e.g. bolsas de valores)” (PITTA, André Grünspan; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 36).

livremente negociados. Assim, a existência de um mercado secundário ativo e confiável é pressuposto para a atratividade econômica do mercado primário³²⁴.

As informações divulgadas no mercado secundário são distintas daquelas divulgadas em ofertas públicas realizadas no mercado primário. Nesse, as informações dizem respeito à oferta e aos valores mobiliários ofertados, enquanto, naquele, as informações (divulgadas periodicamente) dizem respeito ao emissor e o seu desempenho econômico³²⁵.

Essas informações são relevantes não apenas no âmbito interno da companhia, para tutelar os interesses de acionistas, mas também externamente, para proteger os interesses de investidores do mercado³²⁶. Os investidores utilizam as informações divulgadas pelas companhias no mercado secundário para decidir se compram, mantêm ou vendem os valores mobiliários de sua emissão.

Atualmente, a divulgação de informações no mercado secundário é regida pela Instrução nº 480/2009, que dispõe, de forma geral, sobre o registro de companhia aberta e as obrigações do emissor de valores mobiliários negociados publicamente. Antes de sua edição, a Instrução CVM nº 202/1993 havia consolidado normas esparsas com relação ao mercado secundário, inclusive, quanto às informações eventuais e periódicas prestadas pelas companhias abertas.

O artigo 13 da Instrução CVM nº 480/2009 impõe ao emissor de valores mobiliários a obrigação de divulgar informações periódicas e eventuais, nos prazos e na forma prescrita na referida norma. Como o próprio nome sugere, as informações periódicas são divulgadas pelo

³²⁴ “Assim, o mercado primário viabiliza o atendimento a uma das funções básicas do mercado de capitais, qual seja, oferecer às companhias uma fonte de acesso a recursos mais baratos do que os que poderiam ser obtidos por meio de empréstimos e outras operações bancárias. No entanto, a existência do mercado primário seria extremamente prejudicada se, após subscreverem os novos valores mobiliários emitidos, os investidores não tivessem condições de negociá-los com terceiros. Portanto, o mercado secundário tem a função de conferir liquidez aos valores mobiliários emitidos no mercado primário, permitindo que os investidores transfiram, entre si, os títulos previamente adquiridos” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 209).

³²⁵ “A necessidade da existência do mercado secundário é evidente, pois sem possibilidade de alienação dos valores mobiliários subscritos no mercado primário dificilmente este se materializaria. No quesito exigência de informação, há diferenças entre os dois mercados. Em relação ao primário as regras sobre informação são mais estritas, porque o tipo de informação a ser prestado implica novidades até então não disponíveis. Já no mercado secundário, as informações ordinárias, como publicação de demonstrativos contábil-financeiros e atas de assembleias gerais, sinalizam, periodicamente, os resultados da ação administrativa” (SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** Op. cit. p. 224). Conforme explicam Karin Bergit Jakobi e Marcia Carla Pereira Ribeiro, as companhias devem, no mercado secundário, de forma habitual e periódica, “dar publicidade a determinadas informações básicas - como balancetes contábeis, atas de assembleias, desempenho de seus mercados e produtos - as quais são reguladas, tanto em relação à forma quanto à periodicidade, por instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários” (JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Op. cit. p. 120).

³²⁶ “Se, no plano interno, as informações constantes dos demonstrativos financeiros facilitam avaliar o cumprimento das metas e a eficácia das medidas adotadas pela administração, servindo a todos os acionistas, no que tange ao respeito ao funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários elas são fundamentais” (SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** Op. cit. p. 228).

emissor de tempos em tempos, em datas pré-estabelecidas, enquanto as eventuais são fornecidas ao mercado mediante a ocorrência de eventos específicos.

Os artigos 14 a 19 da instrução estabelecem alguns requisitos de forma na apresentação das informações. Embora os requisitos não tenham sido expressamente adotados na regulamentação do mercado primário conforme a Instrução CVM nº 400/2003, é razoável supor que eles também devam ser observados na redação do prospecto de ofertas públicas³²⁷, especialmente, porque o prospecto pode incorporar, por referência, informações contidas no Formulário de Referência apresentado pelas companhias³²⁸.

Os requisitos são: (i) as informações divulgadas devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não devem induzir o investidor a erro (artigo 14); (ii) todas as informações devem ser redigidas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa (artigo 15); (iii) as informações devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (artigo 16); (iv) todas as informações divulgadas devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários do emissor (artigo 17); (v) as informações que forem válidas apenas por um prazo determinável devem ser acompanhadas da determinação do prazo (artigo 18); e (vi) as informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas (artigo 19).

As projeções e estimativas mencionadas no artigo 19 são endereçadas de forma mais pormenorizada no artigo 20 da Instrução CVM nº 480/2009. As informações, de natureza essencialmente subjetiva, não são de divulgação obrigatória e, caso fornecidas, devem ser: (i) razoáveis e acompanhadas das respectivas premissas relevantes, dos parâmetros e da metodologia que as sustentam³²⁹ e de suas fontes, caso tenham sido divulgadas por terceiros³³⁰; (ii) divulgadas por meio do Formulário de Referência³³¹; (iii) identificadas claramente como informações hipotéticas e que não comportam qualquer promessa de desempenho³³²; (iv) atualizadas em intervalos compatíveis com o seu conteúdo, nunca superior a 1 (um) ano, devendo-se atualizar também premissas relevantes, parâmetros e

³²⁷ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 394.

³²⁸ “A partir da Instrução CVM nº 480/2009, as companhias passaram a ser obrigadas a fornecer e manter atualizado junto à CVM o Formulário de Referência. Neste documento, o emissor divulga, de forma atualizada, informações sobre a companhia e fatores de risco. O Formulário de Referência passou a ser o principal instrumento de divulgação de informações do emissor, sendo que suas informações podem ser incorporadas por indicação ao prospecto (Instrução CVM nº 400/2003, Anexo III, item 5, conforme redação dada pela Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010). Assim, em ofertas realizadas por companhias, o prospecto contém primordialmente informações sobre a oferta, e não sobre o ofertante” (Ibidem. p. 399).

³²⁹ Artigo 20, § 1º, III, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³⁰ Artigo 20, § 5º, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³¹ Artigo 20, § 1º, I, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³² Artigo 20, § 1º, II, da Instrução CVM nº 480/2009.

metodologia eventualmente alterados³³³; e (v) confrontadas com os resultados efetivamente obtidos, em campo apropriado do formulário de informações trimestrais³³⁴.

As informações periódicas fornecidas pelas companhias referem-se aos documentos listados nos 18 (dezoito) incisos do artigo 21 da Instrução CVM nº 480/2009³³⁵. Embora não seja necessário, para os fins deste trabalho, discorrer especificamente sobre cada um dos materiais de divulgação, vale a pena tecer alguns comentários sobre aqueles que talvez sejam os principais e mais complexos: (i) formulário de referência; (ii) demonstrações financeiras; e (iii) formulário de informações trimestrais. Esses documentos fornecem informações sobre a situação financeira, contábil e econômica do emissor e, portanto, são de grande importância para a tomada de decisão de investimento.

O formulário de referência é considerado uma das maiores inovações trazidas pela Instrução CVM nº 480/2009 e reúne 21 (vinte e um) grupos de informações, devendo a sua entrega ocorrer anualmente, até 5 (cinco) meses após o encerramento do exercício social³³⁶, ou no prazo de 7 (sete) dias contados da ocorrência de determinados eventos³³⁷. O formulário de referência, em síntese, contém “todas as informações referentes ao emissor, como histórico e atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros,

³³³ Artigo 20, §§2º e 3º, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³⁴ Artigo 20, §4º, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³⁵ “Art. 21 O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas: I – formulário cadastral; II – formulário de referência; III – demonstrações financeiras; IV – formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP; V – formulário de informações trimestrais – ITR; VI – REVOGADO; VII – edital de convocação da assembleia geral ordinária, em até 15 (quinze) dias antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro; VIII – proposta da administração sobre os temas a serem deliberados em assembleias gerais ordinárias, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; IX – sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização; X – ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto; XI – relatório de que trata o art. 68, § 1º, alínea “b” da Lei nº 6.404, de 1976, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro; XII – relatório elaborado pelo agente fiduciário de certificados de recebíveis imobiliários, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro; XIII – boletim de voto a distância, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; XIV – informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas; XV – mapa sintético das instruções de voto dos acionistas compiladas pelo escriturador, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; XVI – mapa de votação sintético consolidando os votos proferidos a distância, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; XVII – mapa final de votação sintético, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; e XVIII – mapa final de votação detalhado, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica”.

³³⁶ Sem prejuízo da reentrega no caso de pedido de registro de oferta pública de distribuição de ações, realização de oferta pública de aquisição de ações ou pedido de registro de programa de distribuição ou divulgação de suplemento preliminar, conforme artigo 24, §2º, da Instrução CVM nº 480/2009.

³³⁷ PITTA, André Grünspun. Sistema de Capitalização das companhias. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 415. Os prazos de apresentação, reentrega e atualização do formulário de referência estão dispostos no artigo 24, §§1º, 2º e 3º, da Instrução CVM nº 480/2009.

comentários dos administradores sobre essas informações, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas”³³⁸.

As demonstrações financeiras, por sua vez, são documentos contábeis de elaboração e divulgação obrigatória tanto para companhias fechadas, que devem publicá-las em jornal de grande circulação e, até 1º de janeiro de 2022, em diário oficial³³⁹, como para companhias abertas³⁴⁰. No caso das companhias abertas, as demonstrações financeiras devem ser divulgadas em conjunto com diversos outros documentos, como o relatório da administração, o relatório do auditor independente, o parecer do conselho fiscal ou de órgão equivalente, se houver, a proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver, dentre outros³⁴¹.

Por fim, o formulário de informações trimestrais é um documento eletrônico que deve conter “os dados das informações contábeis trimestrais elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor”³⁴² e ser “entregue pelo emissor no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre”³⁴³. Em síntese, trata-se de um retrato parcial, referente ao trimestre, da situação contábil e financeira do emissor.

³³⁸ CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. Regime informacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 555.

³³⁹ O artigo 289 da Lei nº 6.404/1976 foi alterado pelo artigo 1º da Lei nº 13.818/2019, embora a modificação só entre em vigor em 1º de janeiro de 2022. A nova redação do artigo 289 da Lei nº 6.404/1976 dispensa a publicação de documentos societários em diário oficial, dispondo o seguinte: “Art. 289. As publicações ordenadas por esta Lei obedecerão às seguintes condições: I – deverão ser efetuadas em jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia, de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet, que deverá providenciar certificação digital da autenticidade dos documentos mantidos na página própria emitida por autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileiras (ICP-Brasil); II – no caso de demonstrações financeiras, a publicação de forma resumida deverá conter, no mínimo, em comparação com os dados do exercício social anterior, informações ou valores globais relativos a cada grupo e a respectiva classificação de contas ou registros, assim como extratos das informações relevantes contempladas nas notas explicativas e nos pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal, se houver”.

³⁴⁰ Conforme artigo 133, §3º, da Lei nº 6.404/1976.

³⁴¹ Os documentos que devem acompanhar as demonstrações financeiras são aqueles listados no artigo 25, §1º, da Instrução CVM nº 480/2009. Confira-se a redação do dispositivo: “Art. 25. [...]§ 1º As demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de: I – relatório da administração; II – parecer do auditor independente; III – relatório do auditor independente; III – parecer do conselho fiscal ou órgão equivalente, se houver, acompanhado de eventuais votos dissidentes; IV – proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver; V – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; VI – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras; VII – relatório anual resumido, caso o emissor adote o comitê de auditoria estatutário previsto na regulamentação específica; VIII – REVOGADO; IX – se houver, parecer ou relatório de comitê de auditoria que trate das demonstrações financeiras, ainda que tal comitê não seja estatutário”.

³⁴² Artigo 29, I, da Instrução CVM nº 480/2009.

³⁴³ Artigo 29, II, da Instrução CVM nº 480/2009.

As informações eventuais divulgadas pelas companhias são aquelas listadas nos 43 (quarenta e três) incisos do artigo 30 da Instrução CVM nº 480/2009. A divulgação dos dados visa a dar publicidade sobre determinados eventos relevantes nos negócios sociais, como a realização de assembleias extraordinárias, especiais ou de debenturistas, a celebração de acordos de acionistas, a elaboração de determinadas políticas ou a ocorrência de fato ou ato relevante, dentre várias outras hipóteses.

A informação eventual que mais gera discussões no contexto brasileiro é a divulgação de ato ou fato relevante³⁴⁴. Além de estar prevista no artigo no artigo 30, X, da Instrução CVM nº 480/2009, a comunicação de ato ou fato relevante ao mercado também é regida por normas específicas contidas na Resolução CVM nº 44/2021, que revogou e substituiu a Instrução CVM nº 358/2002. A informação relevante será objeto de exame mais detido na seção 3 *infra*, que se debruçará sobre o conceito de materialidade da informação.

A Instrução CVM nº 480/2009 não se limitou a dispor sobre a forma e conteúdo das informações divulgadas ao mercado. A norma classificou como infração grave, para fins do artigo 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976, “a divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro”³⁴⁵. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 480/2009 seguiu a tendência de suas antecessoras, incluindo aquelas emitidas sob a égide da Lei nº 4.728/1965, que já previam a responsabilidade de agentes envolvidos na disseminação de informações incorretas. Não obstante, a norma corrigiu um erro notável cometido pelas normas que a antecederam: a imputação da responsabilidade.

A Resolução CMN nº 39/1966 havia imposto a proibição de veiculação de informações enganosas aos membros das bolsas (corretores de valores mobiliários)³⁴⁶, e não às próprias companhias, sujeitando-os à aplicação de penalidades pela bolsa de valores³⁴⁷. A Resolução CMN nº 88/1968, que dispôs sobre o registro de emissores para colocar seus valores mobiliários no mercado, tratou de atribuir a obrigação de divulgar certas informações diretamente aos emissores, determinando a recusa ou o cancelamento do registro no caso de

³⁴⁴ CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. Op. cit. p. 570.

³⁴⁵ Artigo 60, I, da Instrução CVM nº 480/2009.

³⁴⁶ “Art. 93. Aos Membros das Bolsas de Valores, bem como às demais instituições financeiras que operam no mercado de capitais, é vedado: [...] II - divulgar informações falsas, manifestamente tendenciosas ou imprecisas, a fim de incrementar a venda ou influir no curso dos títulos ou valores mobiliários”.

³⁴⁷ “Art. 107. Serão igualmente passíveis das penalidades previstas no art. 104, aplicáveis pela Bolsa de Valores responsável, mediante proposta de seu Conselho de Administração, ou diretamente pelo Banco Central, os infratores da Seção IV do Capítulo III, deste Regulamento [referente à manipulação de preços], bem como os Membros das Bolsas e Administradores das Caixas de Liquidação que, por omissão voluntária ou dolo, praticarem as faltas ali capituladas”.

fornecimento de informações inexatas ou falsas (Item X do Regulamento anexo à Resolução nº 88/1968), mas sem tratar de forma clara sobre a responsabilidade pela divulgação defeituosa. A Instrução CVM nº 202/1993, por sua vez, responsabilizou apenas os administradores “pela veracidade das informações prestadas”³⁴⁸.

A Instrução CVM nº 480/2009 foi mais precisa a esse respeito, alinhando-se ao sistema de *full disclosure* criado pela Lei nº 6.385/1976. Em seu artigo 46, a norma deixou claro que “[a] responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários”.

Assim, determinou-se que o emissor pode ser responsabilizado diretamente na seara administrativa no caso de fornecimento de informações incorretas no mercado secundário, infração grave prevista no artigo 60, I, da Instrução CVM nº 480/2009, bem como estendeu essa possível responsabilização à infração de outras normas que regem o mercado de valores mobiliários, incluindo a Instrução CVM nº 400/2003, já analisada.

Por fim, cumpre fazer um breve comentário sobre as obrigações de divulgação de informações dispostas nas regras da B3, especialmente aquelas decorrentes da admissão a um de seus segmentos especiais de listagem. As regras dos segmentos especiais de listagem criam obrigações de divulgação de informações para além daquelas contidas nas normas da CVM e, no caso do seu descumprimento, podem gerar responsabilização da companhia perante a bolsa. Embora a análise das regras dos segmentos especiais de listagem da B3 extrapole o escopo do presente trabalho, é importante ter em mente que elas reforçam o sistema de divulgação obrigatória de informações estruturado pela Lei nº 6.385/1976.

2.6 Conclusão parcial: a relação entre o funcionamento eficiente do mercado e o dever de informar da companhia

A seção 2 desta tese demonstrou que a eficiência do mercado de valores mobiliários deve ser encarada como um instrumento na formulação, interpretação e aplicação de regras que regem esse ambiente de negociação, com a finalidade de garantir aquilo que o legislador elegeu como um dos objetivos da Lei nº 6.385/1976: assegurar o funcionamento eficiente do mercado.

³⁴⁸ Artigo 20 da Instrução CVM nº 202/1993.

A eficiência do mercado tem sido associada à divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários, pelo menos, desde os debates que se seguiram à crise de 1929 no direito norte-americano. Posteriormente, economistas debruçaram-se sobre a questão, chegando a conclusões divergentes. Alguns defendiam que o mercado eficiente seria definido como aquele em que os preços incorporavam as informações públicas a seu respeito, enquanto outros argumentavam que, em determinadas situações, os investidores agem por impulso ou de forma enviesada, afastando-se da premissa da racionalidade econômica, o que torna o mercado ineficiente.

Essas visões, aparentemente divergentes, complementam-se quando se assume que a eficiência é relativa. O mercado poderá ser mais ou menos eficiente na sua função de alinhar o preço aos fundamentos econômicos dos ativos negociados a depender de diversas circunstâncias, especialmente fatores culturais, sociais, econômicos e institucionais.

Inegável, no entanto, é que o mercado estará sempre suscetível a crises, que, segundo os estudiosos que se dedicaram ao tema, acompanham os rumos de mudanças sociais abruptas e marcantes. Seguindo a receita preceituada por Louis D. Brandeis, a divulgação de informações a investidores pelos emissores de valores mobiliários parece ser o melhor remédio contra abusos e pode servir como mola amortecedora contra as inevitáveis crises que atingem o mercado de tempos em tempos. Essa parece ter sido a fórmula adotada pelo legislador brasileiro ao promulgar a Lei nº 6.385/1976.

A eficiência e a transparência foram, durante muito tempo, objeto de pouca atenção no ordenamento brasileiro. Até 1965, o mercado de valores mobiliários nacional era marcado por estagnação, falta de dinamismo e forte mentalidade cartorária. Assim como outras nações capitalistas, o Brasil não escapou de graves crises no seu mercado de valores mobiliários, tendo sofrido duas especialmente marcantes: o Encilhamento de 1891 e a crise de 1971. Como de costume, as duas crises foram seguidas por mudanças institucionais que tinham como objetivo prevenir novas turbulências no mercado. Foi nesse contexto que a Lei nº 6.385/1976 e o seu complemento, a Lei nº 6.404/1976, foram promulgadas.

O quadro regulatório que se construiu com base nesses dois diplomas é sofisticado e abraçou o regime de divulgação obrigatória de informações de forma incontestável. O dever de informar da companhia e a sua responsabilização por violações desse dever estão claramente positivados e devem ser utilizados como meios para se garantir a transparência e, conseqüentemente, o funcionamento eficiente do mercado.

Enquanto a presente seção dedicou-se ao estudo do dever de informar da companhia aberta e de sua relação com a eficiência do mercado, as seções seguintes dedicam-se ao

aprofundamento da responsabilização civil pela violação desse dever, incluindo a sua imputação e os parâmetros aos quais se sujeita, a começar pela questão essencial: quais são os contornos e os limites da informação que, divulgada de forma imprecisa ou falsa, gera responsabilidade civil?

3 A DEFINIÇÃO DE INFORMAÇÃO FALSA OU IMPRECISA

A conceituação da informação falsa ou imprecisa não é tarefa fácil. A falsidade e a imprecisão podem apresentar-se de diferentes formas, tornando difícil a sua qualificação no caso concreto. O que se propõe, nesta seção, é realizar uma definição por etapas.

A primeira etapa dedica-se à tarefa de identificar os contornos concretos da informação divulgada ao mercado de valores mobiliários, que são: (i) a instrumentalidade, pois exerce funções específicas; (ii) o grau de subjetividade, que lhe é inerente e depende da natureza do seu conteúdo; e (iii) a materialidade, tendo em vista o impacto que produz sobre a decisão de investimento.

A segunda etapa está voltada, especificamente, à definição da imprecisão e da falsidade da informação, que deverá considerar sua instrumentalidade, subjetividade e materialidade, examinando alguns exemplos e hipóteses de imprecisão e falsidade.

3.1 As funções da informação no mercado de valores mobiliários

A importância da informação e a sua adequada divulgação no funcionamento do mercado de valores mobiliários advêm das funções que exerce. A informação exerce função econômica, pois gera impacto na decisão de investimento; função de fiscalização regulatória, pois auxilia a supervisão do mercado pelo seu regulador; e função jurídica ao fomentar a boa-fé objetiva das partes durante a execução de compra e venda de valores mobiliários, garantindo, assim, a confiança dos investidores nos mecanismos de troca. O exame das funções é relevante para que se reconheça o caráter precipuamente instrumental da informação e, conseqüentemente, da sua divulgação no mercado de valores mobiliários.

3.1.1 As funções econômicas da informação

Do ponto de vista econômico, informação é uma observação que muda a crença e é relevante para a precificação de ativos cujo valor depende de eventos ainda não conhecidos³⁴⁹. No mercado de valores mobiliários, a informação traz benefícios, tanto para as companhias,

³⁴⁹ “Clearly, information is of the utmost importance in making economic decisions, especially when it comes to securities or other assets whose value depends on events not yet know” (ARROW, Kenneth Joseph. Economic theory and the financial crisis. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, Amsterdã, v. 77, p. 5-9, 2013. p. 8). Tradução livre: “Claramente, a informação é da maior importância na tomada de decisões econômicas, especialmente com relação a valores mobiliários e ativos cujo valor depende de eventos ainda desconhecidos”.

quanto para os investidores, resultantes de redução de riscos, melhora nas decisões operacionais dos empresários e obtenção de lucros na negociação de títulos³⁵⁰.

Em um mercado livre e competitivo, o próprio preço é uma informação importante. Conforme demonstrado por Friedrich Hayek, o sistema de preços cumpre tarefa informacional ao indicar tendências de oferta e demanda de produtos e serviços³⁵¹. Além de possuir valor por si só, a informação possui um custo que pode ser remunerado, o que leva alguns agentes a se especializar em obter e ofertar informações como se fossem *commodities*³⁵².

Há, portanto, duas formas de definir-se informação na perspectiva econômica: como produto que pode ser transacionado e como fato que influencia a tomada de decisão dos agentes e o desempenho do mercado de forma geral. Em ambos os casos, trata-se de “informação de cunho prático ou funcional, o conhecimento sobre as condições em que se atua”³⁵³.

Em um dos primeiros estudos dedicados ao tema da informação sob o aspecto econômico, George J. Stigler explorou os custos da busca por informação e sua relação com a dispersão de preços. O seu foco voltava-se, essencialmente, à informação como um produto que, assim como outros, está sujeito às leis da oferta e da procura. Segundo o economista, ao adquirir um produto, o comprador deve conduzir uma pesquisa de preços, cujo fator de custo principal é o tempo: quanto mais o comprador pesquisar os preços do mercado, menor será o retorno que ele obterá da sua busca³⁵⁴.

A dispersão de preços é proporcional à falta de informação do mercado³⁵⁵ e deriva, portanto, do desconhecimento sobre as condições de oferta e demanda³⁵⁶. Quanto maior for a instabilidade da oferta e da demanda, maior será a dispersão dos preços do mercado. A dispersão também pode estar relacionada ao tamanho do mercado, pois, quanto maior for o número de agentes, mais dispersos os preços tenderão a ser³⁵⁷.

³⁵⁰ FAMA, Eugene F.; LAFFER, Arthur B. Information and Capital Markets. **The Journal of Business**, Chicago, v. 44, p. 289-298, 1971. p. 290.

³⁵¹ HAYEK, Friedrich A. **The Use of Knowledge...** Op. cit. p. 525-526.

³⁵² ARROW, Kenneth Joseph. **Economic theory and the financial crisis...** Op. cit. p. 8.

³⁵³ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 39.

³⁵⁴ STIGLER, George J. The economics of information. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 69, p. 213-225, 1961. p. 216.

³⁵⁵ *Ibidem*. p. 214.

³⁵⁶ *Ibidem*. p. 220.

³⁵⁷ “The amount of dispersion will also vary with one other characteristic which is of special interest: the size (in terms of both dollars and number of traders) of the market” (Loc. cit.). Tradução livre: “O montante de dispersão também variará de acordo com uma outra característica que é especial interesse: o tamanho (em termos de dinheiro e número de ações) do mercado”.

O estudo de George J. Stigler demonstra que a informação é um bem custoso e que, por consequência, pode ser transacionado no mercado³⁵⁸.

Um segundo aspecto importante sobre a caracterização da informação como bem deve ser ressaltado: a informação é um bem coletivo, no sentido econômico do termo³⁵⁹. Na Economia, bens coletivos (também chamados de bens públicos) são aqueles que possuem as seguintes características: “(i) não há como excluir do seu uso ou da sua fruição aqueles que não tenham arcado com seus custos (*nonexcludability*); e (ii) o seu uso ou fruição por alguns agentes não elimina ou limita a possibilidade das mesmas faculdades por terceiros (*nonrivalrous consumption*)”³⁶⁰.

Em função dessas características, há pouco incentivo para que o mercado produza bens coletivos em níveis ótimos, o que pode justificar a intervenção estatal para estimular a sua produção e promover a adequada alocação do seu custo³⁶¹.

Além das características peculiares da informação como bem, um aspecto relevante para o presente trabalho refere-se ao impacto que a informação ou a sua falta gera no desempenho de mercados em sua função de subsidiar a decisão de alocação de recursos³⁶². A literatura é vasta nesse campo, especialmente com relação à assimetria informacional. O impacto que os diferentes níveis de informação produz no desempenho do mercado é tamanho que alguns economistas, como Joseph Stiglitz, afirmam não ser possível presumir que mercados são eficientes, sendo mais correto presumir a sua ineficiência³⁶³.

A assimetria de informações é fonte de alguns problemas econômicos que podem afetar o funcionamento dos mercados. Em clássico estudo, George A. Akerlof debruçou-se sobre os impactos da incerteza no contexto da teoria do mercado, demonstrando que a falta de informação gera custos econômicos associados à desonestidade³⁶⁴. Com base em seu conhecido exemplo hipotético do mercado de carros usados sem informação adequada sobre a

³⁵⁸ “Assim, a obtenção das informações necessárias para atuar envolve determinados custos de transação, que oneram os agentes. Daí nascem, inclusive, mercados próprios para esse importante e peculiar recurso, com o surgimento de intermediários especializados na compra e venda de informações (YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro...** Op. cit. p. 38).

³⁵⁹ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 74.

³⁶⁰ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro...** Op. cit. p. 45.

³⁶¹ FREIRE, Maia Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**. Lisboa: AAFDL, 2008. p. 60-61.

³⁶² No contexto societário, Rachel Sztajn enfatiza o impacto da assimetria informacional no processo decisório da seguinte forma: “assimetrias informacionais interferem no processo decisório em sociedades tanto nas relações internas, entre sócios, quanto nas que a sociedade, pessoa jurídica, possa ter com terceiros, por vezes acentuando a incerteza, gerando insegurança, o que pode afetar ganhos ou perdas” (SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** Op. cit. p. 217).

³⁶³ STIGLITZ, Joseph E. **The revolution of information economics: the past and the future**. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w23780.pdf>. Acesso em 17 de janeiro de 2020. p. 5.

³⁶⁴ AKERLOF, George A. Op. cit. p. 488.

sua qualidade, George A. Akerlof explica que, quando não há informações seguras sobre a qualidade de produtos negociados no mercado, os compradores tendem a descontar o preço de todos eles, sejam de boa ou má qualidade, o que acaba por afastar bons ofertantes³⁶⁵.

O custo de desonestidade gerado pela falta de informações pode, em última instância, inviabilizar a própria existência do mercado³⁶⁶. Em casos menos extremos, a falta de informação pode prejudicar o funcionamento do mercado ao dificultar que agentes econômicos distribuam riscos e custos entre si de forma adequada³⁶⁷. O efeito negativo da assimetria informacional sobre o funcionamento do mercado e sobre a formação de preços foi denominado seleção adversa, pois acaba beneficiando produtos e serviços ruins, em detrimento dos que possuem boa qualidade³⁶⁸.

Além de causar seleção adversa, a insuficiência de informações gera custos de transação aos agentes de mercado, muitas vezes associados a questões de custos de agência, como conflito de interesses, risco moral e oportunismo³⁶⁹. Em seus estudos sobre os custos de transação, Ronald H. Coase concluiu que a realização de transações comerciais impõe custos relacionados à falta de informação sobre quem está disposto a negociar e em quais termos³⁷⁰.

Os principais custos incorridos pelos agentes econômicos são os custos de coordenação (custos despendidos para estruturar o negócio, buscar parceiros comerciais e clientes) e os custos de motivação (decorrentes da assimetria de informações, quando as partes não possuem todos os dados relevantes sobre quem está disposto a negociar e sobre os termos da negociação)³⁷¹.

Os obstáculos impostos pela assimetria informacional não passam despercebidos pelos agentes econômicos. Ao tentar corrigir as distorções da falta de informações, os agentes podem adotar estratégias de sinalização, conforme demonstrou Michael Spence em sua série de estudos sobre o mercado de trabalho, sugerindo que o nível educacional de candidatos poderia servir como sinalização para empregadores sobre a sua produtividade³⁷².

³⁶⁵ Ibidem. p. 489-490.

³⁶⁶ Ibidem. p. 495.

³⁶⁷ ARROW, Kenneth Joseph. **Economic theory...** Op. cit. p. 7.

³⁶⁸ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro...** Op. cit. p. 41.

³⁶⁹ Oportunismo, risco moral, conflito de interesses e custos de agência estão, muitas vezes, associados. Nesse sentido: “[e]studos relacionados aos problemas de agency formulados para companhias abertas destacam os seguintes aspectos: assimetria informacional, conflitos de interesses, oportunismo e moral hazard” (SZTAJN, Rachel. **Direito societário e informação...** Op. cit. p. 221).

³⁷⁰ COASE, Ronald H. The problem of social cost. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, pp. 1-44, 1960. p. 15.

³⁷¹ FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008. p. 315.

³⁷² Vide, por exemplo: SPENCE, Michael. Signaling, screening and information. In: ROSEN, Sherwin (org.). **Studies in labor markets**. Chicago: The University of Chicago Press, 1981. p. 320-321.

A sinalização, no entanto, não é o remédio adequado para corrigir a assimetria de informações, tendo em vista o risco de manipulação e a possibilidade de erro³⁷³. Ademais, agentes podem não ter incentivos para a divulgação de todas as informações necessárias para uma correta alocação de recursos.

Esses são alguns dos motivos pelos quais a regulação do mercado de valores mobiliários impõe a divulgação obrigatória de certas informações consideradas relevantes. Ao determinar a divulgação de forma compulsória, evita-se que agentes deixem de divulgar informações relevantes para o funcionamento adequado do mercado e que façam uso de estratégias subótimas de comunicação, como a sinalização³⁷⁴.

Logo, do ponto de vista econômico, a informação é um bem que possui valor intrínseco, relacionado não só ao seu custo de obtenção, mas também à sua utilidade na tomada de decisão e na precificação de ativos. Essas características econômicas da informação acabam por influenciar as funções de fiscalização regulatória e jurídica, que serão objeto de análise a seguir.

3.1.2 A função de fiscalização regulatória da informação

A regulação pressupõe uma atuação judicante do Estado sobre o domínio econômico voltada à consecução de objetivos de política econômica e social³⁷⁵. Embora a intervenção estatal na economia não seja a regra, ela é permitida na forma de exploração direta da atividade econômica pelo Estado, conforme artigo 173, *caput*, da CRFB/1988, ou por meio de exercício de poder normativo e regulador, de acordo com o artigo 174, *caput*, da CRFB/1988.

Viu-se que a disponibilidade de informação no mercado de valores mobiliários é necessária para corrigir distorções relacionadas, principalmente, à assimetria informacional, da qual derivam outros problemas, como risco moral, seleção adversa, custos de agência e desconfiança nos mecanismos de troca. Assim, é razoável afirmar que há fundamentos de ordem econômica e política que justificam certo grau de intervenção estatal no mercado de valores mobiliários.

Para Eros Roberto Grau, a intervenção do Estado sobre e no domínio econômico pode revestir-se de três formas distintas: (i) intervenção por absorção ou participação, modalidade de intervenção no domínio econômico na qual o Estado atua como agente econômico, seja em

³⁷³ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro...** Op. cit. p. 42.

³⁷⁴ Ibidem. p. 43.

³⁷⁵ FREIRE, Maia Paula dos Reis Vaz. Op. cit. p. 24.

regime de monopólio (intervenção por absorção), seja em regime de concorrência com entes privados (intervenção por participação); (ii) intervenção por direção, modalidade de intervenção sobre o domínio econômico na qual o Estado utiliza o seu poder normativo para obrigar a adoção de certos comportamentos pelos agentes econômicos; e (iii) intervenção por indução, modalidade de intervenção sobre o domínio econômico na qual o Estado utiliza o seu poder normativo em consonância com a dinâmica do mercado, de modo a induzir determinados comportamentos e resultados³⁷⁶.

Com base nessa classificação, pode-se dizer que a regulação é uma forma de intervenção estatal sobre o domínio econômico, por meio do qual o Estado se vale de seu poder normativo e regulador para exercer as “funções de fiscalização, incentivo e planejamento”³⁷⁷, podendo impor ou induzir determinados comportamentos e resultados.

Do ponto de vista prático, a regulação do mercado de valores mobiliários pode ser aplicada de várias formas, especialmente por meio de atividade normativa, quando se manifesta na elaboração de normas, de atividade fiscalizatória, referente ao registro dos participantes do mercado e à supervisão do cumprimento das normas emanadas pelo ente regulador, ou de atividade sancionadora, por meio da qual o descumprimento da norma regulatória é punido pela aplicação de penalidades administrativas³⁷⁸.

A regulação parte de uma premissa contrária à ideia da capacidade do mercado de autorregular-se, impondo normas e conformando o comportamento de agentes. O Estado age para garantir incrementos de bem-estar que o mercado, sozinho, não seria capaz de fornecer³⁷⁹.

A ideia propagada pelo liberalismo de que os mercados seriam capazes de autorregular-se começou a ser contestada na virada do século XIX para o século XX, o que justificou a atribuição de novas funções ao Estado³⁸⁰. O liberalismo já vinha sofrendo contestações ao longo século XIX, mas foi a partir da crise econômica de 1929, iniciada pela quebra da Bolsa de Nova York, que as teorias favoráveis a um maior protagonismo do Estado no domínio econômico se firmaram³⁸¹. A crise de 1929 foi o principal fato motivador da

³⁷⁶ GRAU, Eros Roberto. Op. cit. p. 143.

³⁷⁷ Vide artigo 174, caput, da CRFB/1988: “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.

³⁷⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do mercado de capitais: fundamentos e limites da repressão penal e administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 113.

³⁷⁹ FREIRE, Maia Paula dos Reis Vaz. Op. cit. p. 24.

³⁸⁰ GRAU, Eros Roberto. Op. cit. p. 21.

³⁸¹ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 41-45. Do ponto de vista teórico, as teses econômicas do liberalismo clássico sujeitaram-se a diversas contestações, o que possivelmente potencializou o sentimento de que parte dos problemas que causaram a crise de 1929 poderiam ser solucionados por meio da

criação do quadro regulatório do mercado norte-americano de valores mobiliários, que passou a ser regido pela Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*) e pela Lei de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act*).

Se, por um lado, a regulação pressupõe a incapacidade do mercado de resolver determinados problemas sem a intervenção do Estado, por outro, o ordenamento jurídico brasileiro proíbe que a intervenção extrapole os limites do necessário. Segundo o artigo 5º da Lei da Liberdade Econômica, a edição de atos normativos por órgãos e entidades da administração pública deve ser precedida pela verificação da razoabilidade do seu impacto econômico³⁸². A exigência parte do reconhecimento de que a regulação, em si, gera determinados custos (ou externalidades) que devem ser justificados em função do resultado que se espera obter da norma³⁸³.

Como já se viu, o Brasil, a exemplo dos Estados Unidos, adotou o princípio da divulgação obrigatória de informações como pedra fundamental da regulação do mercado de

regulação estatal. Em contraposição ao pressuposto de que o mercado seria capaz de se autorregular na ausência de qualquer espécie de intervenção, a literatura econômica passou a reconhecer a existência de falhas de mercado. José Marcelo Martins Proença explica que “a) caiu por terra o postulado da mobilidade dos fatores de produção, representativo da agilidade de modificação destes mesmos fatores, a fim de se poder reagir aos sinais indicativos, representados pelos preços, revertendo automaticamente certas situações indesejáveis. Verificou-se, ao contrário, uma rigidez em quase todos os fatores (físicos, operacionais, institucionais etc.), impedindo deslocamentos céleres, automáticos e oportunos para o afastamento de situações indesejáveis apresentadas em determinadas circunstâncias. b) incorreu o preconizado fluxo natural das informações relevantes sobre as características do mercado e dos produtos negociados, imprescindível à planificação e organização desse mercado, e também à pretensa atuação hedonística de seus agentes, quer em razão do aumento da complexidade dos produtos e do tamanho dos mercados, quer em razão do silêncio deliberado de alguns, em nome da ganância e do egoísmo (aspecto de suma relevância para o objeto deste trabalho). c) pensado, originalmente, como um conjunto de unidades economicamente pequenas, fato hábil para impedir, a qualquer delas, um peso que lhe imprimisse alterações, o mercado liberal não previu a concentração econômica, o que representa uma imperfeição de sua estrutura. d) o surgimento das externalidades, que correspondem aos fenômenos pelos quais custos ou benefícios de qualquer atividade circulam na economia, passando de um setor para o outro, sem qualquer compensação, desconfigurando o funcionamento do mercado emprestando, a alguns produtos ou serviços, preços e valores distintos do que realmente deveriam ter, em função da incorporação do benefício ou do prejuízo derivado da externalidade, positiva, ou negativa, respectivamente; as externalidades configuram falha de sinal, dado que os preços e custos dos produtos guardam consonância com o seu grau de escassez e, em face da possibilidade de as externalidades maquiarem esses preços, a respectiva escassez não está sendo fielmente sinalizada. e) a falta de incentivo e, conseqüentemente, a impossibilidade de exclusão, relativamente aos bens coletivos (públicos), ou seja, aqueles que atendem simultaneamente a um conjunto de pessoas, dado que, no regime de mercado, os produtos são levados a produzir pelo menor preço possível e os consumidores a adquirir pelo menor preço possível, incentivados, portanto, ambos, pelo preço (PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 151-152).

³⁸² “Art. 5º As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico”.

³⁸³ Ao definir custo regulatório, o Decreto nº 10.411/2020, que regulamenta o procedimento de análise de impacto regulatório, reconhece, em seu artigo 2º, IV, que a regulação gera custos de conformidade para os regulados e custos de fiscalização para os reguladores.

valores mobiliários³⁸⁴. A informação cumpre importante papel no funcionamento do aparato regulatório do mercado de valores mobiliários.

Bernard S. Black, em seu extenso estudo sobre as bases necessárias para a construção de um mercado de valores mobiliários sólido, cita 18 (dezoito) características que a regulação e o ambiente institucional, de forma geral, devem apresentar:

(i) a existência de um regulador honesto e com recursos suficientes para lidar com casos complexos;

(ii) a existência de um sistema judicial honesto, com recursos suficientes para lidar com casos complexos e ágil o bastante para intervir de forma tempestiva;

(iii) procedimentos processuais que permitam a colheita de provas e a aglomeração das pretensões de diferentes investidores;

(iv) obrigações de divulgação de dados financeiros abrangentes, inclusive com auditoria independente;

(v) regras contábeis e financeiras que garantam informações confiáveis a investidores;

(vi) a existência de entidade independente para elaborar normas contábeis;

(vii) a atuação de profissionais de contabilidade com conhecimento técnico adequado para identificar erros e informações enganosas;

(viii) leis que responsabilizem auditores e contadores que atestarem a veracidade ou a conformidade de dados contábeis falsos ou enganosos;

(ix) a existência de intermediários de oferta experientes que busquem investigar e confirmar a veracidade de informações fornecidas por emissores;

(x) leis que responsabilizem intermediários de ofertas que sejam realizadas com informações falsas ou enganosas;

(xi) a atuação de advogados especializados que garantam a precisão das informações contidas nos documentos de ofertas públicas;

(xii) a existência de uma bolsa de valores com regras de listagem adequadas e disposição em aplicá-las;

(xiii) leis e regras que responsabilizem emissores pela divulgação de informações falsas ou enganosas;

(xiv) leis que responsabilizem criminalmente os representantes de emissores que intencionalmente enganarem investidores;

³⁸⁴ TANJI, Marcia. Op. cit. p. 106-108.

(xv) regras que garantam a transparência de preços e volume de negociação de forma imediata;

(xvi) regras que proíbam manipulação de preços;

(xvii) a existência de imprensa financeira e conjunto de analistas capazes de identificar informações falsas ou enganosas divulgadas por emissores e apontar as inconsistências; e

(xviii) a existência de uma cultura de divulgação de informações entre participantes do mercado³⁸⁵.

Percebe-se que grande parte dos fatores considerados necessários para a existência de um mercado de valores mobiliários sólido possui relação, em maior ou menor medida, com a divulgação de informações precisas e verdadeiras.

A transparência é benéfica para o mercado e necessária para a regulação por alguns motivos.

Em primeiro lugar, ela reduz os custos de monitoramento dos próprios investidores (isto é, os custos de agência) e os custos de supervisão do regulador. Nesse contexto, a transparência sobre os negócios do emissor auxilia na dissuasão e/ou identificação de eventual comportamento inadequado de administradores e acionistas controladores³⁸⁶.

Em segundo lugar, a obrigatoriedade de divulgação de informações também impede que administradores e controladores manipulem as informações, selecionando apenas aquelas que possam dar a aparência de bom desempenho em detrimento de outras informações que poderiam demonstrar uma visão mais ampla dos negócios da sociedade³⁸⁷.

A divulgação de informações possui a relevante função de reduzir a quantidade de informações às quais só os administradores e controladores têm acesso, mitigando o risco de negociações de valores mobiliários com o uso dessas informações ou o seu aproveitamento privado³⁸⁸.

É sabido que a negociação de valores mobiliários com base em informações relevantes ainda não divulgadas, o chamado *insider trading*, gera diversos efeitos negativos no funcionamento do mercado. Por exemplo, o *insider trading* gera incentivos adversos aos detentores de informação relevante (principalmente administradores e o acionista controlador) ao criar risco moral decorrente da possibilidade de ganhos privados com maior oscilação na

³⁸⁵ BLACK, Bernard S. **The Legal and Institutional Preconditions...** Op. cit. p. 790-799.

³⁸⁶ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 98.

³⁸⁷ Ibidem. p. 99-100.

³⁸⁸ Ibidem. p. 100.

cotação dos valores mobiliários, e ao reduzir aversão a risco³⁸⁹. A prática também dá ensejo a questionamentos sobre o tratamento equitativo de investidores e a possibilidade de sua expropriação por administradores e controladores³⁹⁰.

A divulgação de informações cumpre papel importante na prevenção ao *insider trading*, na medida em que impede o uso de informações relevantes ao mercado por agentes internos das companhias. A regulação, nesse contexto, exerce a função de calibrar a divulgação, de modo a orientar os seus efeitos em benefício do funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Busca-se, assim, formular normas que: (i) obriguem a divulgação por meio de instrumentos que amparem todos os participantes do mercado, esclarecendo todos os elementos relevantes do fato revelado; (ii) garantam a divulgação de todas as informações necessárias ao investidor; (iii) determinem a divulgação de forma igual, sem tratamento diferenciado a grupos de investidores, e com consideração aos horários de funcionamento do ambiente de negociação onde o valor mobiliário é negociado; (iv) imponham a divulgação de informações periódicas de forma recorrente; e (v) exijam a divulgação imediata de fatos relevantes para torná-los de conhecimento do público imediatamente³⁹¹.

Assim como no âmbito econômico, na seara da regulação, a informação faz-se necessária para garantir a própria existência do mercado de valores mobiliários. Em sua ausência, compradores desconfiados descontariam o preço de todos os produtos, gerando seleção adversa. Os investidores precisam de informações adequadas para precificar corretamente os seus investimentos³⁹² e a desconfiança gerada pela falta de informações é uma das principais preocupações das normas do mercado de valores mobiliários.

Investidores apenas dedicarão seus recursos ao financiamento das companhias se confiarem no mercado de valores mobiliários, isto é, “se acreditarem plenamente que os retornos dependerão exclusivamente do sucesso do empreendimento no qual investiram, e também que os responsáveis pela sua consecução não o utilizarão em benefício próprio”³⁹³.

³⁸⁹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 260. Nesse caso, o risco moral, ou moral hazard, estaria associado à possibilidade de que administradores ou acionistas controladores tomassem decisões voltadas ao seu benefício próprio, e não ao melhor interesse da companhia e de seus acionistas.

³⁹⁰ Ibidem. p. 261-262.

³⁹¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit. p. 141-142.

³⁹² “A ética no negócio está principalmente ligada à disponibilidade de informações iguais por todos os agentes, de forma que insiders não sejam privilegiados e que ordens de compra e venda sejam executadas pelo melhor preço” (COSTA, Roberto Teixeira da. **Valeu a pena! Mercado de capitais: passado, presente e futuro**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018. p. 125).

³⁹³ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 100.

Os investidores, como agentes racionais, não investiriam seus recursos em valores mobiliários se acreditassem que os mecanismos de mercado não são capazes de coibir abusos e desvios de condutas dos responsáveis pela condução das atividades dos emissores ou, pelo menos, descontariam esse risco no preço dos valores mobiliários³⁹⁴. A existência de um regime regulatório de divulgação de informações é, por si só, capaz de fomentar a confiança na qualidade dos valores mobiliários e de seus emissores. Se as regras de divulgação são rígidas e impõem custos elevados, o seu cumprimento pelo emissor sinalizará ao mercado que seus negócios têm boa qualidade³⁹⁵.

Obviamente, a regulação não pode impedir que investidores tomem decisões ruins de investimento ou impor o seu ressarcimento nesses casos. O que se deve garantir é que o investidor tome suas decisões, boas ou ruins, com respaldo em informações precisas e publicamente disponíveis³⁹⁶.

Deve-se ter em mente, ainda, que os órgãos reguladores e autorreguladores também utilizam as informações divulgadas por emissores de valores mobiliários no desempenho de suas atribuições. Ainda que esses órgãos possam ter acesso a informações que não sejam de divulgação obrigatória, as informações disponibilizadas publicamente podem ser usadas nas atividades de fiscalização³⁹⁷. Assim, o regime de divulgação obrigatória de informações assume uma função adicional de prevenir ilícitos cometidos por agentes de mercado³⁹⁸. Os registros de ofertas e outras operações envolvendo valores mobiliários também auxilia na prevenção de ilícitos, pois permitem que o regulador identifique irregularidades antes mesmo que elas possam produzir efeitos³⁹⁹.

Ademais, a divulgação de informações é essencial para fortalecer a atividade repressora do ente regulador, facilitando a responsabilização de emissores, seus

³⁹⁴ *Ibidem*. p. 101.

³⁹⁵ “Para que o regime de divulgação de informações seja efetivo no combate à seleção adversa, é importante que as obrigações dele decorrentes sejam extensivas o suficiente para impedir o seu cumprimento por emissores não comprometidos com a qualidade dos empreendimentos por eles desenvolvidos, bem como que o risco de responsabilização no caso de descumprimento seja efetivamente alto” (*Ibidem*. p. 105).

³⁹⁶ “Mas não se pretenda que a legislação sob comento deve afiançar bons retornos aos investimentos, a estes cumprindo-lhes, tão somente, respaldar com informações acuradas e sempre disponíveis. O investidor pode fazer um mau negócio em função do seu julgamento e livre arbítrio, desde que nunca levado a tal por informações irreais ou mesmo pela falta delas, sob pena de flagrante e absoluto desrespeito à isonomia e equidade” (PROENÇA, José Marcelo Martins. *Op. cit.* p. 142).

³⁹⁷ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** *Op. cit.* p. 106.

³⁹⁸ “A administração, no exercício do seu poder de polícia, procura antecipar-se às perturbações do interesse público, com atuação suasória e preventiva. A polícia administrativa mediante o mecanismo de disclosure é exemplo desse posicionamento” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** *Op. cit.* p. 101).

³⁹⁹ “Ora, esse registro pode, através de procedimentos administrativos regularmente instaurados, ser negado, suspenso ou cancelado, se se constatar que o agente, qualquer associado ou preposto seu, houver violado dispositivos da legislação em apreço” (*Ibidem* p. 103).

administradores e controladores, intermediários de distribuição e acionistas por ilícitos cometidos no mercado.

A divulgação de informações auxilia o sistema de responsabilização de duas formas: (i) estabelecendo punição na hipótese de omissão, insuficiência ou imprecisão de informações divulgadas ao mercado; e (ii) isentando o emissor de responsabilidade no caso de divulgação de informações de forma adequada e transferindo o risco de eventuais perdas para o próprio investidor⁴⁰⁰.

A relevância da informação no mercado de valores mobiliários está associada não só às suas funções econômicas, ao subsidiar a decisão do investidor, como também à sua função de fiscalização regulatória, na medida em que fortalece a atuação fiscalizatória e repressora do ente regulador. A informação também cumpre um papel mais amplo no direito, atrelada à sua estreita relação com a boa-fé objetiva das partes de um negócio jurídico, que deve ser analisado em razão da sua relevância para o presente estudo.

3.1.3 As funções jurídicas da informação

A informação é um tema presente em várias áreas do direito, tanto no direito público, como no caso do acesso a informações governamentais⁴⁰¹ e no direito constitucional de acesso à informação de forma mais ampla⁴⁰², como no direito privado, passando por questões como o direito à privacidade⁴⁰³ e a proteção de dados pessoais⁴⁰⁴, bem como o direito do consumidor à informação sobre os produtos e serviços ofertados⁴⁰⁵. O presente trabalho, no entanto, não se dedica à informação de forma geral, mas sim em um contexto negocial estrito, isto é, de negociação de valores mobiliários.

No contexto negocial, a informação possui estreita relação com a boa-fé objetiva que as partes de um negócio jurídico devem observar, a qual demanda efetiva colaboração na

⁴⁰⁰ PITTA, André Grünspun. **O regime de informação...** Op. cit. p. 107-108.

⁴⁰¹ Vide Lei nº 12.527/2011.

⁴⁰² Artigo 5º, XIV, da CRFB/1988.

⁴⁰³ Artigo 5º, X, da CRFB/1988.

⁴⁰⁴ Vide Lei nº 13.709/2018.

⁴⁰⁵ A informação é mencionada em vários dispositivos da Lei nº 8.078/1990, sendo elencada como direito básico do consumidor (artigo 6º, III), como um dos fatores de proteção da saúde e segurança do consumidor (vide, por exemplo, artigos 8º e 9º) e como fundamento para a responsabilização do ofertante, no caso de fornecimento de informações inadequadas (artigo 12, caput). No direito do consumidor, o dever de informar também pode ser associado a uma obrigação mais ampla de transparência pelo fornecedor. “No plano do direito privado, inclusive nas relações entre o consumidor e o fornecedor, seria mais adequado compreender a transparência como princípio ou regra geral. Assim, a transparência é um princípio que demanda como resultado clareza sobre o conteúdo da relação de consumo” (FABIAN, Christoph. **O dever de informar no direito civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002. p. 68).

consecução do adimplemento⁴⁰⁶. Em um negócio jurídico, a informação pode dizer respeito à obrigação principal em si, a um dever anexo ao dever principal, a um dever lateral de proteção, a um dever legal ou mesmo a um ônus ou encargo material, como o dever de profissionais de informarem-se sobre o estado da arte de suas profissões ou o dever do comprador de informar-se sobre o bem que pretende adquirir⁴⁰⁷.

Com relação aos deveres anexos das partes de uma obrigação, o dever de informar pode ser entendido dentro do conceito de interesses de prestação e de proteção, podendo apresentar-se como faceta da colaboração para o adimplemento satisfatório da obrigação e também como fator de proteção contra danos que podem advir do próprio contrato⁴⁰⁸. Cumpre lembrar que a boa-fé objetiva é, geralmente, enxergada pela doutrina como: (i) vetor de interpretação do negócio jurídico; (ii) fator impeditivo ao exercício de direito de forma contrária ao comportamento leal e confiável; e (iii) fundamento para deveres anexos ou acessórios à prestação principal, dentre eles, o dever de informação⁴⁰⁹.

O dever de informar como interesse de proteção ocorre na fase pré-contratual. Na fase antecedente ao contrato, o dever de informar serve especialmente para garantir o consentimento informado, protegendo-se “a higidez da manifestação negocial e a confiança que possibilita não apenas acalentar expectativas legítimas, mas, igualmente, avaliar riscos”⁴¹⁰.

Percebe-se, nesse ponto, uma preocupação em comum do direito civil e das normas que regem o mercado de valores mobiliários: o consentimento deve ser manifestado pelas partes a partir de uma decisão informada. Durante as tratativas do negócio jurídico, é necessário e fundamental o “fornecimento de todas as informações relevantes e pertinentes à

⁴⁰⁶ “A boa-fé demanda que os contratantes devem ter um comportamento fundado na lealdade. Cada um deve respeitar os interesses do outro, reconhecidos como valores. Pela boa-fé, a obrigação é entendida como uma ordem de cooperação. Credor e devedor não são apenas contraentes, mas colaboradores na consecução do objetivo comum, ou seja, do adimplemento” (FABIAN, Christoph. Op. cit. p. 61).

⁴⁰⁷ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 526-527. No mesmo sentido, citando ensinamento de Judith Martins-Costa, vide: BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 224.

⁴⁰⁸ “Caracteriza-se a informação como dever anexo quando se informa para obter determinado resultado visado pela obrigação principal ou por dever de prestação secundário. Assim será qualificada a informação quando (i) é ela própria o bem objeto da obrigação principal de prestação, ou (ii) quando é necessária para que o interesse à prestação possa ser otimamente satisfeito. Assim, por exemplo, no contrato de seguro, em que há dever de informar tanto por parte do segurado quanto por parte da seguradora durante todo o transcurso da relação. Ou (já na espécie “dever de aconselhar”, que é mais do que informar) integra o dever, em outro exemplo, o contrato de prestação de serviços advocatícios, cabendo ao profissional aconselhar sobre tal ou qual medida a tomar, pois esse aconselhamento integra a fidúcia envolvida no relacionamento entre advogado e cliente” (MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 526-527).

⁴⁰⁹ SCHREIBER, Anderson et al. **Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 247.

⁴¹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 529.

contratação em vista, de forma a ser quebrada (ou melhor, significativamente reduzida na situação concreta) a assimetria de informações que normalmente apresenta-se na celebração de contratos”⁴¹¹.

Deve-se considerar, ainda, que o dever de informar dos contratantes durante a fase negocial também pode ser relacionado a deveres de veracidade, clareza, transparência e confidencialidade das comunicações⁴¹². A veracidade diz respeito à completude e à precisão das informações fornecidas, enquanto o dever de clareza diz respeito à necessidade de se utilizar linguagem suscetível de ser compreendida pela outra parte⁴¹³.

Nesse ponto, reside outra das semelhanças entre o dever de informar no direito civil e no direito do mercado de valores mobiliários. Não basta fornecer a informação, devendo ela ser completa, precisa e clara.

A transparência e a confidencialidade, por sua vez, estão relacionadas à obrigação das partes de serem transparentes uma com a outra, mas, ao mesmo tempo, de guardarem segredo sobre as informações a que tiverem acesso em razão das negociações⁴¹⁴.

A infração do dever de informar na fase pré-contratual pode gerar consequências para o negócio jurídico no plano da validade ou da eficácia⁴¹⁵. Desse modo, a deficiência no fornecimento de informações por uma das partes de um negócio jurídico pode gerar a anulação ou a ineficácia do que foi convencionado, a depender das circunstâncias do caso concreto.

Embora haja negócios jurídicos nos quais a informação faz parte do objeto principal da obrigação, a informação terá, em geral, caráter instrumental⁴¹⁶ e os limites do dever de

⁴¹¹ VERÇOSA, Haroldo M. D. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 233.

⁴¹² Ibidem. p. 235.

⁴¹³ Ibidem. p. 236-237.

⁴¹⁴ Ibidem. p. 237.

⁴¹⁵ Segundo Judith Martins-Costa, a infração ao dever de informar pode gerar invalidade, na hipótese de omissão dolosa do dever informativo, conforme artigo 147 do Código Civil, ou ineficácia, por perda de direito à garantia, nos termos do artigo 766 do Código Civil, por nascimento de dever de indenizar danos causados aos interesses da confiança, por culpa *in contrahendo* ou por geração de eficácias resolutórias, conforme artigo 766, parágrafo único, do Código Civil (MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 529).

⁴¹⁶ “Mais frequentemente, o dever de informar é instrumental, contribuindo para o devido cumprimento da prestação principal. Por exemplo, a informação prestada a fim de possibilitar o consentimento esclarecido à determinada proposta ou a informação para esclarece o modo de utilização da coisa vendida” (BENETTI, Giovana. Op. cit. p. 225).

informar independará da vontade das partes⁴¹⁷. Diz-se, portanto, que o dever de informar se inclui no conjunto de deveres acessórios de conduta⁴¹⁸.

No direito societário e do mercado de valores mobiliários, o caráter instrumental da informação é ainda mais evidente, pois, como já visto, ela cumpre funções econômicas e regulatórias, além da jurídica⁴¹⁹. Ademais, no mercado de valores mobiliários, a informação apresenta caráter transindividual, pois exerce função além do mero preenchimento de lacunas, visto que o seu fornecimento é necessário para o funcionamento do mercado como um todo, e “configura dever que transcende a relação jurídica inter-individual”⁴²⁰.

Seja qual for o papel desempenhado pela informação em um negócio jurídico, ele será marcado pela instrumentalidade e pela relacionalidade, visto que tem como objetivo atingir determinado fim e o dever de seu fornecimento e de sua intensidade são relativos em função das partes que contratam, pois o que pode ser uma informação trivial para uma pessoa, pode ser complexa para outra⁴²¹.

No contexto do mercado de valores mobiliários, a informação não influencia apenas o consentimento esclarecido dos que planejam investir, mas também a confiança, que é essencial ao desenvolvimento e ao funcionamento do mercado. A regulação da CVM é base referencial para determinar quais informações devem ser fornecidas pelos emissores, mas, nas

⁴¹⁷ “Esses deveres anexos – também chamados de acessórios, laterais, instrumentais ou tutelares – variam de acordo com cada relação jurídica concreta da qual decorram. Por isso mesmo, tais deveres independem da vontade das partes, incidindo quando e na medida em que imponham os parâmetros de mútua lealdade e confiança” (SCHREIBER, Anderson et al. Op. cit. p. 247).

⁴¹⁸ Sobre os deveres acessórios de conduta, João de Matos Antunes Varela assevera que, “nas relações bilaterais (onde os deveres acessórios de conduta mais avultam), cada um dos contraentes tem o dever de tomar todas as providências necessária (razoavelmente exigíveis) para que a obrigação a seu cargo satisfaça o interesse do credor da prestação” (VARELA, João de Matos Antunes. **Das obrigações em geral**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 1991. v. 2. p. 127).

⁴¹⁹ “Deve-se a informação para obter-se o consentimento esclarecido à determinada proposta; ou para assegurar-se que a informação veiculada é verídica, assim, assegurando-se a ‘transparência’ no mercado; ou para possibilitar o monitoramento adequado das atividades e condutas dos acionistas controladores, manter e incrementar a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; para auxiliar a atividade fiscalizadora, sancionadora e normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários; para viabilizar o regime de responsabilização aplicável aos emissores de valores mobiliários; ainda para esclarecer acerca de determinado aspecto da coisa a ser vendida; ou para alertar sobre o modo de utilização da coisa, permitindo o seu adequado proveito econômico; ou para esclarecer acerca dos limites ou especificidades da prestação de serviços, dentre outras hipóteses. É também instrumental a informação quando serve à proteção do contratante, atuando, então, para alertar acerca de determinado risco, de modo que, do contrato não decorram danos injustos à contraparte” (MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 529-530).

⁴²⁰ *Ibidem*. p. 532.

⁴²¹ “Assim, seja caracterizada como dever anexo a uma prestação principal, seja como dever lateral ao dever de prestação, a informação é, no mais das vezes, marcada pela instrumentalidade (informa-se para atingir determinado resultado útil) e pela relacionalidade (o dever e sua intensidade são relativos às concretas situações, pois o que pode ser uma informação lacunosa ou incompreensível para um leigo, poderá ser uma informação despidianda para um profissional). Essas características formam o compasso que marca a medida da informação a ser dada” (*Ibidem*. p. 530).

situações em que não haja clareza sobre o dever informacional nas normas regulatórias, o princípio da boa-fé pode servir para fundamentar diretamente o dever de informar⁴²².

A informação não é algo que se apresenta da mesma forma e medida, sendo necessário dar “atenção aos critérios das fases da relação em que esse dever se aloca, dos campos em que atua, do tipo de relação jurídica em causa e do interesse envolvido (prestar ou proteger)”⁴²³. Dentre as circunstâncias condicionantes do dever de informar, quanto à sua incidência e eficácia estão, em primeiro lugar, os elementos subjetivos, devendo-se questionar se as negociações foram feitas entre partes paritárias ou não⁴²⁴.

Com a introdução do artigo 421-A do Código Civil pela Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), o direito privado brasileiro passou a adotar a presunção de que contratos civis e empresariais são paritários, sendo que essa presunção somente pode ser afastada na presença de elementos concretos⁴²⁵. É certo que, no mercado de valores mobiliários, nem todos os negócios são celebrados entre empresários⁴²⁶.

Não obstante, ainda que os contratos de compra e venda de valores mobiliários não sejam celebrados por empresários, presume-se que sejam paritários. Ao impor que intermediários de negociações com valores mobiliários verifiquem a adequação do perfil dos seus clientes aos produtos que lhes são oferecidos, a regulação da CVM parte do pressuposto de que o investidor conhece os riscos envolvidos na operação, de modo que não se pode falar em vulnerabilidade ou hipossuficiência de um investidor perante o outro⁴²⁷.

⁴²² Ibidem. p. 533.

⁴²³ Ibidem. p. 535. Na mesma linha, Paula A. Forgioni esclarece que, no contexto de uma negociação empresarial, se espera que as partes forneçam, uma à outra, as informações que, geralmente, são trocadas no tipo de negócio pactuado. “A prestação de informações à outra parte segue a mesma lógica: dentro dos padrões da boa-fé objetiva (i.e., considerando a legítima expectativa criada pela prática de mercado) deve-se tomar a quantidade e a qualidade de dados normalmente oferecidos em negociações semelhantes. Espera-se que sejam reveladas as informações importantes para a contratação, i.e., que podem influenciar a decisão de contratar ou de não contratar, bem assim impactar sua formatação básica, desde que a prestação dessas informações não implique custos irrazoáveis para a parte. A omissão, por uma empresa, de dado relevante para o negócio do qual tem ciência costuma ser entendida como contrária ao padrão de comportamento esperado do agente econômico” (FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010. p. 141).

⁴²⁴ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 536.

⁴²⁵ “Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais [...]”.

⁴²⁶ Segundo acompanhamento da B3, em 30 de novembro de 2020, 98.99% dos investidores na bolsa de valores eram pessoas físicas. Vide B3 –

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Histórico de pessoas físicas**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/mark-et-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/. Acesso em 27 de dezembro de 2020.

⁴²⁷ Por meio, principalmente, da Resolução CVM nº 30/2021, exige-se que intermediários verifiquem: “o período em que o cliente deseja manter o investimento; as preferências declaradas pelo cliente quanto à assunção de riscos; as finalidades do investimento; o valor das receitas declaradas pelo cliente; o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; a necessidade future de recursos declarada pelo cliente; os tipos de produtos,

É relevante verificar, além da paridade das partes da obrigação, o tipo de contrato e a fase da relação obrigacional. Da mesma forma que o grau de colaboração pode ser progressivo em função do processo obrigacional, o dever de informar também poderá ser progressivo⁴²⁸.

O dever de informar pode ter diferentes fontes, seja legal, contratual ou com base no princípio da boa-fé. Em qualquer caso, a partir do momento em que é transmitida, a informação deve ser verídica ou, ao menos ser tida como verídica pela parte que a transmitiu, sendo que a violação desse dever gera responsabilidade à parte violadora⁴²⁹.

Ademais, o dever de informar configura manifestação do dever geral de diligência para com os próprios interesses ou com os interesses de terceiros. A diligência para com os próprios interesses refere-se ao ônus da parte em informar-se, inclusive pedir informação para a contraparte, pois o contratante diligente deve “fazer perguntas, averiguar e analisar as respostas que recebe, buscar dados e refletir sobre as informações que lhe são transmitidas”⁴³⁰.

Em negociações empresariais, exige-se que as partes não só forneçam informações adequadas à contraparte, mas que também busquem se informar sobre o negócio pretendido. Caso não busquem se informar, deve-se presumir que essa foi uma escolha consciente⁴³¹. Conforme esclarece Paula A. Forgioni: “muitas vezes o agente econômico tem consciência de que possui quantidade de informações aquém do ideal. Se, mesmo assim, segue com o negócio, deverá arcar com os riscos correspondentes a essa sua estratégia”⁴³².

Desse modo, cumpre às partes de um negócio buscar informar-se dos dados que estão, razoavelmente, ao seu alcance, sem prejuízo do dever da contraparte de fornecer informações

serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade; a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin. p. 218-219).

⁴²⁸ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé...** Op. cit. p. 537.

⁴²⁹ “O dever jurídico de prestar a informação pode decorrer de lei, da vontade das partes, do princípio da boa-fé, dos usos, ou das circunstâncias. Pode, inclusive, sequer se configurar como dever jurídico. Mas, uma vez prestada determinada informação, essa há de ser verídica, ou ao menos legitimamente tida como verídica pela parte que a prestou. Se não o for, em razão de negligência ou de dolo da parte que forneceu a informação, haverá dever de reparar os danos resultantes da incorreção da informação prestada, ou da sua falta. A informação inverídica pode decorrer de uma afirmação positiva ou de um jogo entre o parcialmente dito e a reticência. Nem sempre o silêncio (que é uma simples abstenção) é sancionado. Será sancionado, todavia, quando for tão eloquente quanto uma mentira ou quando houver dever de não silenciar” (Ibidem. p. 539).

⁴³⁰ Ibidem. p. 539-540.

⁴³¹ FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral...** Op. cit. p. 140.

⁴³² Loc. cit.

sobre o negócio que estejam em seu poder e que, com base no comportamento de boa-fé e na confiança, se espera que forneça⁴³³.

No entanto, como já mencionado, no mercado de valores mobiliários, os contratos celebrados entre investidores podem ser presumidos paritários, mas não são necessariamente empresariais. Ademais, em função da assimetria de informações existente no mercado já abordada ao longo da seção 2, espera-se que os emissores de valores mobiliários divulguem informações para auxiliar a tomada de decisão pelos investidores. A prestação de informações, que, do ponto de vista jurídico, encontra lastro no dever de boa-fé, tem como importante desdobramento a manutenção da confiança dos investidores nos mecanismos de troca do mercado.

3.2 Os graus de subjetividade da informação divulgada a investidores

Já se expôs, na seção 2.5, acima, quanto ao dever de informar das companhias, que as informações podem ser periódicas ou eventuais quando divulgadas no mercado secundário e que, no mercado primário, as informações dizem respeito à própria oferta pública e aos valores mobiliários que constituem o seu objeto.

Além da classificação quanto ao momento da divulgação, há outra que é importante para os fins do presente trabalho, especialmente, para a análise da imprecisão ou da falsidade de uma informação, que diz respeito ao grau de subjetividade da informação divulgada.

Informações divulgadas por emissores de valores mobiliários podem referir-se a fatos passados ou futuros. As informações referentes a fatos passados são objetivas, visto que dão pouca margem a dúvidas ou interpretações subjetivas quanto ao seu conteúdo; trata-se, nesse caso, de informações factuais.

Já as informações prospectivas, como planos, expectativas, intenções e estimativas, comportam naturalmente um alto grau de subjetividade e aleatoriedade. Por esse motivo, o artigo 19 da Instrução CVM nº 480/2009 determina que as informações factuais sejam diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas. É necessário compreender a

⁴³³ “De parte do credor da informação, a ignorância ilegítima seria assimilada a seu conhecimento da informação, no sentido de que não caberia à outra parte instruí-lo se, por si próprio, pudesse obter a informação de modo menos custoso. Seria legítima a sua ignorância se não tivesse como conhecer a informação por seus próprios meios ou se fosse titular de confiança legítima em relação à contraparte e, assim, pudesse razoavelmente esperar que esta o informasse” (BENETTI, Giovana. Op. cit. p. 231).

distinção entre os diferentes tipos de informação, especialmente em razão de as informações prospectivas apresentarem subjetividade, que não pode ser confundida com imprecisão ou falsidade.

As projeções sobre o desenvolvimento das atividades do emissor podem auxiliar a tomada de decisão do investidor, mas criam riscos que a regulação deve endereçar⁴³⁴. Ao mesmo tempo em que investidores consideram o emissor como bem capacitado para fornecer projeções sobre as suas próprias atividades, tornando-os fontes confiáveis para juízos de valor sobre o empreendimento, não se pode deixar de reconhecer que emissores podem ter interesse diverso dos investidores no sentido de valorizar os seus valores mobiliários ainda que os fundamentos econômicos não justifiquem o aumento da cotação, o que acaba por criar incentivos para abusos⁴³⁵.

O fato é que os documentos de divulgação fornecem aos investidores um panorama geral do emissor que, nem sempre, pode ser completo. As informações prospectivas, embora carreguem certo grau de incerteza, ajudam os investidores a ter uma visão mais abrangente sobre a empresa do emissor e, por isso, a sua divulgação já foi objeto de discussão⁴³⁶.

Nos Estados Unidos, a SEC era contrária à divulgação de projeções até a década de 1970 por considerar que elas seriam inerentemente pouco confiáveis e previsíveis⁴³⁷. Na avaliação de documentos de divulgação, a SEC frequentemente solicitava a exclusão de informações que, no seu entendimento, não eram objetivamente verificáveis ou pedia dados que dessem suporte às declarações da emissora que pudessem ser entendidas como subjetivas⁴³⁸. Houve críticas a esse posicionamento, pois os investidores têm grande

⁴³⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 399-400.

⁴³⁵ “Sob o ponto de vista regulatório, deve-se ter em vista que é natural que o investidor considere o emissor presumivelmente bem capacitado a realizar projeções, tornando-as aparentemente fontes confiáveis para a formulação de juízo de valor acerca do empreendimento. Há, com isso, considerável espaço para abusos por parte dos emissores, já que estes normalmente têm um interesse diverso – e potencialmente divergente daquele dos investidores – consistente na valorização do curso dos valores mobiliários” (Ibidem. p. 400).

⁴³⁶ SCHNEIDER, Carl W. Nits, grits and soft information in SEC filings. **The University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, v. 121, p. 254-305, 1972. p. 254.

⁴³⁷ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 400.

⁴³⁸ “The SEC’s hostility to soft information is particularly evident in its comment letter practice. With insights sometimes suggestive of paranoia, the Staff has shown particular zeal for detecting, and requesting the deletion of, implied predictions in seemingly inoffensive language. Also Staff requests for supplemental information (for its own use but not for inclusion in filings), apply with disproportionate frequency, and occasionally with chilling effect, to statements suspected of being soft, such as representations about a company’s competitive position, or about the management’s beliefs in that regard” (SCHNEIDER, Carl W. Op. cit. p. 259). Tradução livre: “A hostilidade da SEC com relação a informações subjetivas é particularmente evidente na sua carta de comentário prático. Com comentários que por vezes sugerem paranoia, a Equipe demonstrou particular preocupação em detectar, e requerer a exclusão de predições implícitas em trechos aparentemente inofensivos. Além disso, solicitações da Equipe por informação suplementar (para seu próprio uso, mas não para inclusão em registros) são utilizadas com frequência desproporcional, e ocasionalmente com efeitos preocupantes, com

preocupação, justamente, com as perspectivas futuras e as expectativas de rentabilidade do emissor⁴³⁹.

A postura da SEC fazia com que emissores não divulgassem informações subjetivas que pudessem expô-los a riscos jurídicos, como projeções e estimativas feitas de boa-fé, mas que poderiam, eventualmente, não se concretizar⁴⁴⁰. Como resultado dessa conjuntura, os prospectos de ofertas, geralmente, não refletiam a realidade do emissor, apresentando informações conservadoras e até pessimistas. Embora essa postura pudesse proteger investidores de valores mobiliários ruins, desencorajava o investimento em valores mobiliários de bons emissores⁴⁴¹.

Para melhorar o cenário, em 1976, a SEC formou o Comitê Consultor em Divulgação das Companhias (*Advisory Committee on Corporate Disclosure*, doravante denominado “Comitê”), que tinha como objetivo formular recomendações para aprimorar as regras de divulgação de informações⁴⁴². Em relatório elaborado em 1977, o Comitê aconselhou que a

relação a declarações consideradas subjetivas, como declarações sobre a posição competitiva da companhia, ou quanto à crença dos administradores a este respeito”.

⁴³⁹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 401.

⁴⁴⁰ “Issuers, underwriters, and their counsel generally have acquiesced as a matter of self-protection in the traditional exclusionary policy of the SEC regarding soft information. They are not anxious to assume needless exposure to potential liability by making soft representations which may be difficult to substantiate, especially if a reasonably based soft statement (such as a prediction or subjective evaluation) made in good faith proves to be incorrect” (SCHNEIDER, Carl W. Op. cit. p. 259). Tradução livre: “Emissões, intermediários, e seus advogados geralmente têm aceitado relutantemente como forma de autoproteção a tradicional política de exclusão da SEC a respeito de informações subjetivas. Eles evitam assumir exposição desnecessária a potencial responsabilização fornecendo declarações subjetivas que podem ser difíceis de substanciar, especialmente se uma declaração subjetiva razoável (como uma predição ou uma avaliação subjetiva) feita em boa fé possa ser incorreta”.

⁴⁴¹ “Often the result is not, in fact, ‘fair,’ ‘balanced,’ or ‘realistic’ disclosure in any meaningful sense, but rather disclosure which is unbalanced and unduly pessimistic. One experienced practitioner describes the typical executive’s reaction to his company’s prospectus as: ‘If I believed that was a fair picture of the company, I’d look for another job.’ Thus SEC filings generally have an artificial or unreal quality. They purport to be full disclosure documents but, as a matter of convention, they exclude important types of information investors consider relevant, and stress much information investors consider irrelevant or relatively unimportant. Although the ban on soft information is most effective in excluding favorable information, it often serves as well to screen negative aspects of a company from the public” (Ibidem. p. 264). “Frequentemente o resultado não é, de fato, divulgação ‘justa’, ‘equilibrada’ ou ‘realista’ de nenhuma forma, mas sim divulgação que é desequilibrada e indevidamente pessimista. Um especialista experiente descreve a reação típica de um diretor ao prospecto da sua companhia como: ‘Se eu acreditasse que isso reflete a realidade da companhia, procuraria um outro emprego’. Assim, os documentos de registro da SEC possuem natureza geralmente artificial ou não realista. A intenção é que sejam documentos de divulgação integral, mas, por força de convenção, acabam excluindo importantes tipos de informação que investidores consideram relevante, e estressam informações que os investidores consideram irrelevantes ou relativamente desimportantes. Embora o banimento de informações subjetivas seja mais efetivo em excluir informações favoráveis, ele frequentemente serve para omitir do público aspectos negativos de uma companhia”.

⁴⁴² O Comitê Consultor em Divulgação das Companhias foi formado em janeiro de 1976, composto de 17 (dezessete) membros. De modo geral, a sua função foi analisar o regime de divulgação obrigatória de informações em vigor nos Estados Unidos e formular recomendações à SEC sobre o seu aprimoramento (SOMMER JR., A. A. The U.S Securities and Exchange Commission Disclosure Study. **Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation**, Amsterdã, v. 1, p. 145-155, 1978. p. 146). O Comitê era composto por profissionais do mercado e especialistas, como Warren E. Buffet, famoso investidor, e Martin Lipton, renomado advogado e professor de direito societário e do mercado de valores mobiliários.

SEC permitisse a divulgação de opiniões, previsões, análises e outras avaliações subjetivas pelas companhias, o que se denominou “*soft information*”, além das informações históricas e factuais objetivamente verificáveis (chamadas de “*hard information*”)⁴⁴³.

O relatório ressaltou que o grande receio da SEC com relação às *soft information* era de que investidores inexperientes pudessem se confundir e interpretá-las de forma inadequada⁴⁴⁴. No entanto, segundo o Comitê, muitos investidores e participantes do mercado consideram que informações prospectivas são essenciais para a tomada de decisão de investimento, especialmente, no caso de: (i) projeções da administração; e (ii) planos, objetivos e políticas da administração⁴⁴⁵.

O Comitê destacou alguns pontos de atenção para garantir que as informações prospectivas não levariam investidores a erro, fazendo-os atribuir grau de certeza inadequado à informação.

Em primeiro lugar, a administração da companhia deveria divulgar as premissas levadas em consideração para a projeção, de modo a permitir que o investidor possa avaliar as bases sobre as quais a projeção foi feita e a capacidade de planejamento da administração⁴⁴⁶. Em segundo lugar, as projeções deveriam ser comparadas com os resultados de fato obtidos. A comparação seria um bom indicador da confiabilidade das projeções da administração e da qualidade da administração e sua capacidade gerencial⁴⁴⁷.

Segundo o relatório do Comitê, as projeções deveriam ser revistas sempre que necessário, para garantir que permanecessem corretas e não ficasse configurada a omissão de informação relevante, sendo que, pelo menos, três itens deveriam ser objeto de projeção: receitas ou vendas, receita líquida e lucro por ação⁴⁴⁸. Outros tipos de *soft information* incluiriam planejamentos de investimentos e financiamento, planos e objetivos da companhia, política de dividendos e política de estrutura de capital⁴⁴⁹.

Deve-se ressaltar que não há uma definição exata do que constitui uma “*soft information*”, embora seja possível citar alguns exemplos, como: (i) estimativas futuras (*forward-looking statements*), como projeções, previsões e declarações sobre planos e expectativas; (ii) declarações com relação a situações presentes ou passadas nos casos em que o declarante não possui os dados necessários para confirmar a exatidão da informação (como,

⁴⁴³ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 347.

⁴⁴⁴ Ibidem. p. 347-348.

⁴⁴⁵ Ibidem. p. 350.

⁴⁴⁶ Ibidem. p. 358.

⁴⁴⁷ Ibidem. p. 359.

⁴⁴⁸ Ibidem. p. 360.

⁴⁴⁹ Ibidem. p. 375-379.

por exemplo, a participação de mercado do emissor quando não há dados suficientes sobre as participações de seus concorrentes); (iii) informação baseada primordialmente em avaliações subjetivas, como aquelas relacionadas à integridade da administração e à eficiência do processo produtivo; (iv) declarações de motivo, propósito ou intenção; (v) declarações envolvendo palavras qualificadoras, como “excelente”, “genial” ou “eficiente”, com relação às quais não há critérios objetivos de verificação⁴⁵⁰.

No direito brasileiro, as projeções já eram admitidas na vigência da Instrução CVM nº 202/1993 (posteriormente substituída pela Instrução CVM nº 480/2009), conforme o seu artigo 8º⁴⁵¹. Ademais, segundo a redação original da Instrução CVM nº 400/2003, o prospecto poderia conter projeções, “desde que fossem claras e objetivas e apoiadas em parecer de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e sua consistência e coerência com as previsões (Instrução CVM nº 400, art. 39, par. 1)”⁴⁵². O dispositivo foi revogado pela Instrução CVM nº 482/2009, que determinou a inclusão das projeções nos materiais de divulgação periódica.

As companhias não estão obrigadas a divulgar projeções e estimativas, mas, caso o façam, devem fornecer as premissas relevantes, os parâmetros e a metodologia que as fundamentam⁴⁵³. O emissor deve, ainda, atualizar as projeções, pelo menos, a cada ano⁴⁵⁴, sendo necessário informar que premissas, parâmetros e metodologia estão sendo modificadas, se for o caso⁴⁵⁵.

Além disso, a modificação de projeções divulgadas pela companhia constitui hipótese objetiva de fato relevante⁴⁵⁶. Em março de 2020, por exemplo, em meio às incertezas causadas pela pandemia da Covid-19, as Superintendências de Normas Contábeis e de

⁴⁵⁰ SCHNEIDER, Carl W. Op. cit. p. 255.

⁴⁵¹ Vide a redação do dispositivo: “Art. 8º É facultativa a apresentação de projeções empresariais, mas, quando divulgadas, deve a companhia adotar os seguintes procedimentos: I - apresentar, com clareza, para cada um dos itens e períodos projetados, as premissas e memórias de cálculos utilizados; II - apresentar, quando da prestação de informações trimestrais indicadas no artigo 16, inciso VIII, confronto entre as projeções elaboradas e os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando com clareza e exatidão os motivos que levaram a desvios das projeções anteriormente feitas; III - quando, a juízo dos administradores, com base em sólidos motivos, as projeções deixarem de ter validade ou forem modificadas, divulgar o fato ao mercado, de imediato, na forma prevista pelo artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e Instrução CVM nº 31/84, juntamente com as suas razões”.

⁴⁵² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 402. A redação original do artigo 39, § 1º, da Instrução CVM nº 400/2003 dizia o seguinte: “Art. 39 [...] §1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão: a) ser claras e objetivas; e b) apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões”.

⁴⁵³ Artigo 20, § 1º, IV, da Instrução CVM nº 480/2009.

⁴⁵⁴ Artigo 20, § 2º, da Instrução CVM nº 480/2009.

⁴⁵⁵ Artigo 20, § 3º, da Instrução CVM nº 480/2009.

⁴⁵⁶ Artigo 2º, Parágrafo único, XXI, da Resolução CVM nº 44/2021 (equivalente ao artigo 2º, Parágrafo único, XXI, da Instrução CVM nº 358/2002).

Auditoria e de Relações com Empresas da CVM divulgaram o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 02/2020, por meio do qual recomendaram, dentre outras orientações, que as companhias avaliassem a necessidade de divulgação de fatos relevantes a respeito de possíveis alterações de projeções e estimativas anteriormente divulgadas⁴⁵⁷. Percebe-se, assim, que as normas da CVM adotaram muitas das sugestões formuladas pelo Comitê à SEC, na década de 1970, sobre a divulgação de informações subjetivas.

Pode-se afirmar, portanto, que há dois tipos de informação divulgada pelos emissores de valores mobiliários, conforme o seu conteúdo: (i) informações objetivas, também chamadas de factuais ou, conforme o direito norte-americano, “*hard information*”, que dizem respeito a fatos passados e cujo conteúdo não sofre significativa influência de juízos subjetivos de qualquer pessoa; e (ii) informações subjetivas, chamadas de “*soft information*” no direito norte-americano, cujo conteúdo é prospectivo ou, ainda que referente a fatos presentes ou passados, comporta algum grau de subjetividade em seu conteúdo.

Embora seja possível vislumbrar tal classificação, é preciso fazer a ressalva de que a divisão não pode ser tomada de forma absoluta, pois muitas informações tidas como objetivas podem incorporar certo grau de subjetivismo, assim como informações de caráter subjetivo possuem algum teor de objetivismo⁴⁵⁸.

Muitas vezes, a distinção entre as informações objetivas e subjetivas não é clara, como no caso de uma companhia que declara acreditar ser a maior produtora de certo bem⁴⁵⁹. Ainda que esse tipo de declaração deva ter uma base objetiva, ela ainda está sujeita a interpretações e avaliações que dão margem ao subjetivismo⁴⁶⁰. Mesmo no caso de informações geralmente consideradas objetivas, como o parecer de auditores independentes, há espaço para a subjetividade, tendo em vista que a contabilidade não é propriamente uma ciência exata⁴⁶¹.

⁴⁵⁷ “Adicionalmente, é importante que as Companhias avaliem, em cada caso, a necessidade de divulgação de fato relevante, nos termos da Instrução nº 358 de 03 de janeiro de 2002 [revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44/2021], e de projeções e estimativas relacionados aos riscos do COVID-19 na elaboração do formulário de referência, nos termos da Instrução CVM nº 480 de 7 e dezembro de 2009” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 02/2020**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/snc-sep/oc-snc-sep-0220.html>. Acesso em 27 de dezembro de 2020. p. 2).

⁴⁵⁸ SCHNEIDER, Carl W. Op. cit. p. 256.

⁴⁵⁹ Ibidem. p. 256-257.

⁴⁶⁰ Ao analisar as declarações sobre crenças, a SEC geralmente utiliza o conceito “declaração implícita”, no sentido de que, se determinada crença existe, é porque há um fato subjacente que está sendo declarado ao investidor. Ou, em outras palavras, há um fato objetivo que fundamenta a crença declarada pelo emissor (Ibidem. p. 257).

⁴⁶¹ “‘Hard’ and ‘soft’ must be recognized as highly relative concepts suggesting no sharp dividing line. Many apparently hard statements have soft cores and vice versa. Audited historical financial statements are normally considered to be a classic type of hard information. Accounting is not an exact science, however, and many subjective evaluations and other types of soft information must be considered in order to prepare audited financials. On the other hand, many types of soft information contain an element of ‘fact.’ Thus, statements

A diferença entre informações objetivas e subjetivas fica mais incerta no caso de informações sobre o futuro, dependendo se a declaração diz respeito a uma afirmação sobre o que vai acontecer no futuro ou sobre planos ou expectativas para o futuro⁴⁶².

A partir da premissa de que emissores devem divulgar informações subjetivas a investidores, Carl W. Schneider formula algumas recomendações sobre como as informações devem ser divulgadas.

A primeira categoria de informações subjetivas exploradas diz respeito a planos e expectativas do emissor. Para garantir que as informações sobre planos e expectativas da administração sejam úteis para o investidor, o autor estabelece as seguintes diretrizes: (i) deve haver fundamento razoável para as projeções, que devem refletir as expectativas de boa-fé de quem as formula; (ii) a companhia deve divulgar as premissas e as bases de suas expectativas, para que os investidores avaliem se os fundamentos dessas expectativas são críveis ou não;

about a man's excellent reputation for integrity and creativity are normally considered to be too soft for inclusion in a prospectus, although existence of a reputation has been considered a 'fact' which can be proven in court under traditional rules of evidence. Similarly, the existence of a plan for the future may be treated for various purposes as a 'fact,' even though the plan may be very indefinite and subject to many contingencies which often cannot be controlled" (Loc. cit.). Tradução livre: "Informação 'objetiva' ou 'subjetiva' devem ser reconhecidas como conceitos altamente relativos sem uma linha divisória clara. Muitas informações objetivas possuem um núcleo subjetivo e vice-versa. Declarações financeiras auditadas são geralmente consideradas como um tipo clássico de informação objetiva. Contabilidade não é uma ciência exata, no entanto, e muitas avaliações subjetivas e outros tipos de informações subjetivas devem ser consideradas para elaborar demonstrações financeiras auditadas. Por outro lado, muitos tipos de informação subjetiva contêm um elemento de algum 'fato'. Assim, declarações sobre a excelente reputação de um homem pela sua integridade e criatividade já foram consideradas como 'fato' que podem ser provados em tribunais de acordo com regras tradicionais de produção de prova. Da mesma forma, a existência de um plano para o futuro pode ser tratada para vários propósitos como 'fato', embora o plano possa ser indefinido e sujeito a diversas contingências que, muitas vezes, não podem ser controladas".

⁴⁶² "The dividing line may be especially blurred when dealing with the future, depending on whether the statement is an affirmative representation about what will occur or a statement about a present plan or expectation for the future. The relative hardness of a statement should turn less on its form (for example, a statement concerning what will happen as opposed to a statement of present expectation) and more on the underlying substance. If a company has a firm agreement to buy a property, with closing scheduled ten days after the effective date of its prospectus, and all closing preconditions have been satisfied, a statement that the company 'will' (or presently proposes to) purchase the property may be considered reasonably hard, and, therefore, acceptable for prospectus inclusion under current practice. But a statement that the company will (or even the softer statement that it presently expects or proposes to) open one hundred additional branches over the next five years, when no further locations have been selected, would be too soft for inclusion in a prospectus under prevailing standards" (Loc. cit.). Tradução livre: "A linha divisória pode ser especialmente incerta quando se lida com o futuro, dependendo se a declaração é afirmativa sobre o que ocorrerá ou se ela se refere apenas a um plano ou expectativa para o futuro. A objetividade relativa da declaração deve ser aferida menos quanto à sua forma (por exemplo, uma declaração a respeito do que ocorrerá ao invés de uma declaração de uma expectativa futura) e mais na sua substância subjacente. Se uma companhia possui um acordo firme para adquirir uma propriedade, com cronograma para fechamento em dez dias após a data do prospecto, e todas as condições suspensivas tenham sido cumpridas, uma declaração de que a companhia 'irá' (ou pretende) comprar a propriedade pode ser considerada razoavelmente objetiva, e, portanto, aceitável para inclusão no prospecto de acordo com a prática atual. No entanto, uma declaração de que a companhia irá (ou mesmo uma declaração mais leve de que a companhia pretende) abrir mil novos estabelecimentos nos próximos cinco anos, mesmo que nenhuma localização tenha sido selecionada, seria subjetiva demais para um prospecto de acordo com os critérios atuais".

(iii) a companhia deve divulgar apenas os planos que já são sólidos o suficiente para que se avalie se ela será capaz de concretizá-los ou não; (iv) as companhias devem divulgar apenas planos com os quais já haja efetivo comprometimento, como planos para os quais já há financiamento ou aprovação do conselho de administração; (v) as projeções devem ser escritas na forma de expectativas ou planos presentes, deixando claro que podem mudar; (vi) a companhia deve fornecer alguma estimativa sobre a probabilidade de suas projeções se concretizarem, lembrando aos investidores que não há garantias sobre sua efetivação; e (vii) a companhia deve divulgar comparações entre projeções passadas e acontecimentos concretos, de forma que os investidores possam avaliar se as projeções da administração, geralmente, se concretizam ou não⁴⁶³.

A segunda categoria de informações subjetivas citadas por Carl W. Schneider diz respeito a projeções financeiras, orçamentos e avaliações. O autor traça as seguintes recomendações com relação à sua divulgação: (i) projeções financeiras devem ser divulgadas apenas se houver um fundamento razoável para elas, por exemplo o desempenho financeiro passado da companhia; (ii) a divulgação de projeções financeiras deve ser uma opção da companhia; (iii) as premissas principais da projeção devem ser explicadas; (iv) auditores e consultores especializados devem, na medida do possível, analisar e corroborar os cálculos e a adequação dos métodos contábeis utilizados; (v) pode ser recomendável permitir ou até mesmo exigir, em casos específicos, que apenas alguns itens de receita ou despesa sejam projetados ao invés de se realizar projeção de todos os itens, como no caso de companhias no estágio inicial de operação, que podem não ter receita garantida, mas muitas despesas de desenvolvimento; (vi) as companhias devem poder divulgar suas projeções de expectativas razoáveis; (vii) ao julgar a adequação das projeções para fins de responsabilização, a questão principal deve ser determinar se a projeção refletia a visão de boa-fé da administração e se era razoavelmente fundamentada, evitando-se tratar as projeções como profecias ou garantias de certos acontecimentos; e (viii) as companhias devem ser obrigadas a divulgar o valor de seus ativos a valor de mercado em algumas situações, e não apenas a valor histórico, como no caso de haver plano de venda de ativos⁴⁶⁴.

Com base nas discussões sobre a divulgação das informações subjetivas nos Estados Unidos, que motivaram a revisão de normas e práticas a esse respeito pela SEC, e nas recomendações de Carl W. Schneider, percebe-se que as informações subjetivas oferecem

⁴⁶³ Ibidem. p. 277-280.

⁴⁶⁴ Ibidem. p. 281-283.

riscos aos investidores que devem ser mitigados pela regulação do mercado de valores mobiliários.

No entanto, a melhor forma de lidar com esses riscos não é proibir a divulgação de informações subjetivas, mas garantir que elas sejam acompanhadas de suas premissas e fundamentos, destacadas como dados incertos, atualizadas periodicamente e confrontadas com dados factuais quando esses se concretizarem.

É possível afirmar que as normas da CVM adotam as melhores práticas quanto à divulgação das informações subjetivas. A divulgação de informações subjetivas é facultativa (artigo 20, *caput*, da Instrução CVM nº 480/2009) e exige-se que os emissores que optem por divulgá-las o façam no formulário de referência (artigo 20, § 1º, I, da Instrução CVM nº 480/2009). As informações devem ser razoáveis, identificadas como dados hipotéticos e estar acompanhadas das premissas, dos parâmetros e da metodologia que as fundamentam (artigo 20, § 1º, II, III e IV, da Instrução CVM nº 480/2009). As projeções devem ser atualizadas periodicamente, no máximo, a cada intervalo de 1 (um) ano, e suas alterações devem ser destacadas no formulário de referência (artigo 20, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 480/2009).

Ademais, as alterações nas projeções divulgadas pela companhia devem ser reveladas ao mercado imediatamente como fato relevante (artigo 2º, parágrafo único, XXI, da Resolução CVM nº 44/2021, equivalente ao artigo 2º, parágrafo único, XXI, da antiga Instrução CVM nº 358/2002). Impõe-se, ainda, que as companhias confrontem as projeções divulgadas no formulário de referência com os resultados efetivamente obtidos na ocasião da divulgação do formulário de informações trimestrais e no formulário de demonstrações financeiras padronizadas e que indiquem as fontes das projeções e estimativas fornecidas por terceiros (artigo 20, §§ 4º e 5º, da Instrução CVM nº 480/2009).

A distinção entre informações subjetivas e objetivas é relevante para a presente tese, pois ambas carregam, em maior ou menor grau, um elemento subjetivo que não caracteriza, necessariamente, imprecisão ou falsidade. A divulgação de uma informação subjetiva, seja ela projeção, estimativa, intenção, plano ou crença, ou mesmo de uma informação objetiva, cuja interpretação e comunicação podem estar sujeitas a fatores subjetivos, somente deve ser considerada imprecisa ou falsa se houver elementos que demonstrem algum grau de culpa (*e.g.* falta de diligência ou imperícia na formulação da informação, como por exemplo a utilização de uma premissa claramente incorreta) ou de dolo (*e.g.* manipulação de premissas ou exposição de fatos de forma confusa propositalmente).

Antes de examinar a imprecisão e a falsidade da informação de forma mais concreta e detalhada, há uma última característica da informação que deve ser explorada em todas as suas nuances: a materialidade.

3.3 A materialidade da informação

Expôs-se nas seções *supra* que a informação é instrumental, pois exerce determinadas funções no mercado de valores mobiliários, e comporta certo grau de subjetividade, a depender do seu conteúdo. Esta seção dedica-se ao exame da materialidade que, em conjunto com a instrumentalidade e a subjetividade, estabelece os contornos concretos da informação divulgada ao mercado de valores mobiliários.

A materialidade serve como régua do regime de divulgação obrigatória de informações e condiciona (i) a obrigatoriedade de divulgação, (ii) a vedação à negociação de valores mobiliários enquanto a sua divulgação não ocorrer e (iii) a responsabilidade no caso de sua divulgação de forma imprecisa ou falsa.

Assim, em primeiro lugar, a materialidade será examinada em sua acepção mais ampla. Em seguida, o conceito será analisado de forma específica no contexto da legislação brasileira. Passadas essas análises, a materialidade será estudada no contexto negocial, com enfoque sobre o consentimento informado. Por fim, será oferecida uma definição de materialidade para fins de responsabilização no caso de falhas de divulgação.

3.3.1 A materialidade da informação e a decisão de investimento

A materialidade da informação possui relação direta com o seu impacto na decisão do investidor. Na legislação norte-americana (que, como já exposto, serviu de inspiração para a Lei nº 6.385/1976), o conceito de *material fact* é núcleo central da Regra 10b-5 (*Rule 10b-5*) da SEC⁴⁶⁵. A norma considera ilegal que qualquer pessoa, de forma direta ou indireta, por qualquer meio ou instrumento, realize a compra e venda de valores mobiliários mediante (a) o emprego de esquema, artifício ou método fraudulento, (b) o fornecimento de declarações falsas sobre fatos materiais ou a omissão de fatos materiais necessários para fazer com que uma informação, à luz das circunstâncias do caso concreto, não seja enganosa e (c) a

⁴⁶⁵ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 104.

realização de qualquer ato, prática ou conduta de negócios que opera ou operaria como fraude para enganar uma pessoa⁴⁶⁶.

Além da sua relevância para a responsabilização de emissores por divulgação defeituosa de informações, o conceito de materialidade exerce papel fundamental no regime de divulgação obrigatória como um todo⁴⁶⁷. O conceito serve a diferentes propósitos, operando como (i) critério de inclusão ou exclusão de informações em documentos de divulgação, (ii) padrão para definir se uma divulgação foi omissa ou enganosa com relação a fatos relevantes o suficiente para gerar consequências jurídicas e (iii) fundamento da proibição de realizar transações em que as partes negociantes se encontrem em situação de desigualdade informacional⁴⁶⁸. Assim, a materialidade da informação “se coloca como ponto fulcral da informação desde o registro inicial da companhia e de ofertas até a prática de *insider trading*, passando pela disciplina da solicitação de procurações”⁴⁶⁹.

Não obstante a importância do conceito de materialidade na legislação norte-americana, o seu significado não foi dado pelo legislador. A determinação do que é uma

⁴⁶⁶ Vide a redação original em inglês do dispositivo: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”. Tradução livre: “Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de meios ou instrumentos de comércio entre os estados, ou pelos correios ou qualquer mecanismo de qualquer bolsa de valores nacional, (a) Empregar qualquer mecanismo, esquema ou artifício para cometer fraude, (b) Fornecer qualquer declaração não verdadeira de um fato relevante ou omitir um fato relevante necessário para que uma declaração, à luz das circunstâncias em que eles foram fornecidas, não seja enganosa, ou (c) Engajar-se em qualquer ato, prática ou curso de negócios que opere ou operaria como fraude ou forma de enganar qualquer pessoa, com relação à compra e venda de qualquer valor mobiliário”. A regra é baseada na Seção 10(b) da Lei de Bolsas de Valores de 1934 (Securities and Exchange Act of 1934), que dispõe: “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”. Tradução livre: “Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer forma ou instrumentalidade de comércio interestadual ou pelos correios, ou de qualquer mecanismo de qualquer bolsa de valores nacional [...] (b) Usar ou empregar, com relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário registrado em uma bolsa de valores nacional ou qualquer valor mobiliário não registrado, ou quaisquer contratos conversíveis em valores mobiliários, qualquer mecanismo manipulativo ou enganoso ou artifício em descumprimento das regras e regulamentos que a Comissão vier determinar como necessários ou apropriados ao interesse público ou para a proteção de investidores”. As normas podem ser encontradas no site da SEC: U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **The Laws That Govern the Securities Industry**. Disponível em: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secexact1934>. Acesso em 8 de fevereiro de 2020.

⁴⁶⁷ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 320.

⁴⁶⁸ Ibidem. p. 320-321.

⁴⁶⁹ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 105.

informação material pressupõe um juízo normativo⁴⁷⁰ para definir o que uma pessoa razoável faria sob determinadas circunstâncias e envolve, portanto, questões de fato e de direito⁴⁷¹.

Coube aos tribunais definir o que significa materialidade no contexto de negociações no mercado de valores mobiliários. Nessa tarefa, os tribunais norte-americanos tiveram o subsídio da teoria dos atos ilícitos (*torts*) da *common law*, que já aplicava o conceito de materialidade para impedir que contratantes deixassem de cumprir um contrato em função de pequenas violações do dever de informar durante a formação do negócio jurídico⁴⁷².

Há três casos da jurisprudência norte-americana que se tornaram referência sobre o assunto: (i) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, no qual se analisou o momento a partir do qual a informação passa a adquirir materialidade; (ii) *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, no qual se decidiu que a materialidade deve ser interpretada a partir de um critério objetivo, baseado no investidor razoável⁴⁷³; e (iii) *Basic Inc. v. Levinson*, no qual se aplicou a ideia de definir materialidade a partir de um padrão objetivo em uma ação ajuizada sob a Regra 10b-5⁴⁷⁴.

O caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (doravante denominado “SEC v. TGS”), julgado em 1968, foi proposto pela SEC em face da Texas Gulf Sulphur Co. e diversos dos seus membros do Conselho de Administração, diretores e empregados e envolveu duas alegações distintas: (i) de que diretores da companhia negociaram seus valores mobiliários em posse de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado a respeito do progresso de atividades de exploração de minérios; e (ii) de que a companhia teria divulgado informações enganosas a respeito do potencial comercial de certas reservas de minério⁴⁷⁵. O grande debate do caso girava em torno da materialidade de informações enganosas divulgadas sobre as reservas de minério da companhia.

O juízo de primeira instância do Distrito Sul de Nova York (*Southern District of New York*) decidiu que não teria havido ilegalidade por 2 (dois) motivos: (i) as informações sobre as atividades de exploração ainda não eram materiais quando as negociações de valores mobiliários da companhia pelos diretores ocorreram; e (ii) as informações divulgadas não

⁴⁷⁰ Trata-se, nesse caso, de juízo normativo-exegético para fins de aplicação da lei, que busca determinar a intenção do legislador na formulação da regra para dar cumprimento ao comando normativo. Sobre os métodos de interpretação normativa para fins de aplicação do direito, vide: MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 36-39.

⁴⁷¹ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. 8. ed. Nova York: Wolters Kluwer, 2016. p. 620.

⁴⁷² DENNIS, Roger J. Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix. **William & Mary Law Review**, Williamsburg, v. 25, p. 373-419, 1984. p. 382-383.

⁴⁷³ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 106.

⁴⁷⁴ Ibidem. p. 107.

⁴⁷⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 30882, Relator Sterry R. Waterman, julgado em 13/08/1968. Referência original: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968).

eram enganosas com base nos fatos então conhecidos. Os fatos do caso, no entanto, indicavam que os próprios administradores da *Texas Gulf Sulphur Co.* atribuíam relevância às informações sobre as reservas de minério em exploração.

De 1959 a 1963, a companhia conduziu atividades exploratórias em busca de recursos minerais em determinado terreno com resultados bastante promissores. Em novembro de 1963, quando análises indicaram alta probabilidade de que o terreno explorado continha minério, pessoas vinculadas à companhia adquiriram ações e opções de sua emissão, muito embora os resultados das atividades de exploração ainda estivessem em sigilo.

Em fevereiro de 1964, a companhia emitiu opções de compras a seus diretores, sendo que estes não informaram ao Conselho de Administração e ao Comitê de Plano de Opções de Compras sobre as possíveis descobertas de minério. A partir de abril de 1964, quando novas perfurações foram feitas para continuar a exploração do terreno, rumores sobre a possível descoberta de uma jazida de minério pela companhia começaram a circular pelo mercado.

Ainda no mês de abril, no dia 12, o Vice-Presidente executivo da companhia emitiu comunicado ao mercado, alegando que os rumores sobre a descoberta de jazida de minério eram exagerados e os resultados das atividades de exploração ainda não eram conclusivos quanto à existência de minérios. No entanto, em 16 de abril, apenas quatro dias depois, a companhia anunciou a descoberta de uma significativa jazida de minérios.

Ao analisar o caso em recurso contra a decisão da primeira instância, a Corte de Apelações decidiu que a materialidade de informações prospectivas depende da avaliação de probabilidade de concretização do fato e a esperada magnitude do evento com relação à atividade da companhia como um todo⁴⁷⁶. Ao notar que os próprios *insiders* atribuíam importância à informação não divulgada tempestivamente pela companhia, o tribunal concluiu que a informação considerada relevante por *insiders* provavelmente seria encarada da mesma forma por *outsiders*⁴⁷⁷.

⁴⁷⁶ “In each case, then, whether facts are material within Rule 10b-5 when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable thereof will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity” (trecho do voto vencedor proferido pelo Juiz Waterman em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*). Tradução livre: “Em cada caso, portanto, a caracterização dos fatos como materiais conforme a Regra 10b-5 quando os fatos se relacionam a um evento particular e não são relevados por tais partes que têm conhecimento deles dependerá em qualquer caso de um balanceamento da probabilidade indicada de que o evento ocorrerá e a magnitude esperada do evento à luz da totalidade da atividade da companhia”.

⁴⁷⁷ “No reason appears why outside investors, perhaps better acquainted with speculative modes of investment and with, in many cases, perhaps more capital at their disposal for intelligent speculation, would have been less influenced, and would not have been similarly motivated to invest if they had known what the insider investors knew about the K-55-1 discovery” (trecho do voto vencedor proferido pelo Juiz Waterman em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*). Tradução livre: “Não parece haver razão para que investidores de mercado, talvez melhor familiarizados com formas especulativas de investimento e com, em muitos casos, mais capital à sua disposição

A essência da Regra 10b-5 seria sujeitar todos os investidores (*insiders* e *outsiders*) aos mesmos riscos de mercado. Ao não revelar informações relevantes ao mercado, as pessoas relacionadas à companhia teriam criado uma situação de assimetria indevida⁴⁷⁸.

Como resultado do julgamento, diversas absolvições determinadas por instâncias inferiores foram revertidas, inclusive, quanto à própria companhia.

A decisão em *SEC v. TGS* foi relevante para estabelecer que a materialidade da informação deve levar em consideração um contexto maior das atividades da companhia como um todo. Ademais, introduziu-se a ideia de que é material a informação que os investidores entendem relevante.

O caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*⁴⁷⁹ (doravante denominado “*TSC v. Northway*”) foi mais além. O litígio referiu-se à alegação da *Northway, Inc.*, acionista de *TSC Industries, Inc.*, de que as informações fornecidas em pedido público de procuração para aprovação de uma aquisição societária eram incompletas e materialmente incorretas.

Ao se debruçar sobre o caso, a Suprema Corte norte-americana decidiu que o teste de materialidade deveria ser objetivo, de modo a se determinar se o fato poderia afetar a decisão de um investidor razoável e não qualquer investidor considerado individualmente⁴⁸⁰. A Corte afastou critérios que buscassem definir a materialidade a partir de sua importância para cada investidor considerado individualmente (isto é, critérios subjetivos)⁴⁸¹.

para especulação inteligente, teria sido menos influenciados, e não teria igualmente sido motivados a investir se eles soubessem o que os investidores relacionados à companhia sabiam sobre a descoberta do K-55-1”.

⁴⁷⁸ “The core of Rule 10b-5 is the implementation of the Congressional purpose that all investors should have equal access to the rewards of participation in securities transactions. It was the intent of Congress that all members of the investing public should be subject to identical market risks, — which market risks include, of course the risk that one’s evaluative capacity or one’s capital available to put at risk may exceed another’s capacity or capital” (trecho do voto vencedor proferido pelo Juiz Waterman em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*). Tradução livre: “A essência da Regra 10b-5 é a implementação do propósito do Congresso de que todos os investidores devem ter acesso igual às recompensas de participar nas negociações com valores mobiliários. A intenção do Congresso era de que todos os membros do público investidor deveriam estar sujeitos a riscos de mercado idênticos, - sendo que tais riscos de mercado abrange, obviamente, o risco que a capacidade de avaliação de uma pessoa ou capital a disposição de uma pessoa possa exceder a capacidade ou capital de outra”.

⁴⁷⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 74-1471, Relator Thurgood Marshall, julgado em 14/06/1976. Referência original: *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438 (1976).

⁴⁸⁰ “The question of materiality, it is universally agreed, is an objective one, involving the significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor. Variations in the formulation of a general test of materiality occur in the articulation of just how significant a fact must be or, put another way, how certain it must be that the fact would affect a reasonable investor’s judgment” (trecho do voto vencedor proferido pelo Ministro Marshall em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*). Tradução livre: “A questão da materialidade, como universalmente aceito, é objetiva, envolvendo a relevância de um fato omitido ou comunicado de forma enganosa para um investidor razoável. Variações da fórmula do teste geral de materialidade ocorrem de forma articulada com a questão de quão significativo um fato deve ser ou, dito de outra forma, quão certo deve ser o fato para afetar o juízo de um investidor razoável”.

⁴⁸¹ Obviamente, a aplicação de um padrão hipotético pode criar dificuldades no caso concreto (vide, a esse respeito, DENNIS, Roger J. Op. cit. p. 384-385). Por essa razão, há sugestões no sentido de adotar-se um padrão menos rígido, como, por exemplo o do “investidor menos sofisticado” (SACHS, Margaret V. Materiality and

Ademais, determinou-se que a definição objetiva de materialidade não poderia ser feita a partir de um padrão muito baixo, de um investidor inexperiente, pois isso causaria uma reação defensiva das companhias, que passariam a divulgar até informações triviais⁴⁸². A Suprema Corte decidiu então que um fato somente seria material se houvesse substancial probabilidade⁴⁸³ de que um investidor razoável o levasse em consideração para a sua tomada de decisão⁴⁸⁴.

Além de estabelecer que o teste de materialidade deveria ser objetivo, na perspectiva de um investidor razoável, a decisão em *TSC v. Northway* formulou um filtro adicional à definição de materialidade: a informação incorreta divulgada ao mercado deveria ser capaz de alterar o conjunto total de informações disponíveis (*total mix of information available*).

Social Change: The Case for Replacing “the Reasonable Investor” with “the Least Sophisticated Investor” in Inefficient Markets. *Tulane Law Review*, Nova Orleans, v. 81, p. 473-508, 2006. p. 503-508). A discussão sobre o melhor padrão não será aprofundada no presente trabalho, pois extrapolaria os limites do tema que se propõe analisar.

⁴⁸² “The potential liability for a Rule 14a-9 violation can be great indeed, and if the standard of materiality is unnecessarily low, not only may the corporation and its management be subjected to liability for insignificant omissions or misstatements, but also management’s fear of exposing itself to substantial liability may cause it simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information -- a result that is hardly conducive to informed decisionmaking” (trecho do voto vencedor proferido pelo Ministro Marshall em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*). Tradução livre: “A potencial responsabilidade para uma violação da Regra 14a-9 pode ser de fato significativa, e se o padrão de materialidade for desnecessariamente baixo, não apenas a companhia e sua administração poderão ser sujeitas a responsabilidade por omissões e erros insignificantes, mas também o medo da administração de se expor à responsabilização significativa pode fazer com que ela simplesmente enterre os acionistas em uma avalanche de informações triviais – um resultado que dificilmente leva à tomada de decisão informada”.

⁴⁸³ A Suprema Corte já havia firmado o entendimento, em *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970), de que a simples possibilidade em tese de que um fato pudesse afetar o voto de acionistas já seria suficiente para cumprir o requisito de materialidade no contexto de um pedido público de procuração, sendo desnecessário provar que a omissão, a imprecisão ou a falsidade da divulgação foi decisiva para o resultado da votação em assembleia. Vide o item (d) do acórdão do caso: “Where, as here, there was proof that the misstatement or omission in the proxy statement was material, this showing that the defect might have been considered important in shaping the shareholders’ vote is sufficient without proof, which the Court of Appeals erroneously held was necessary, that its effect was decisive”. Tradução livre: “Quando, como neste caso, há prova de que o erro ou omissão no pedido de produção foi material, esta demonstração de que o defeito pode ser considerado importante na formação do voto de acionistas é suficiente sem prova, que a Corte de Apelações erroneamente considerou necessária, de que o efeito foi decisivo”.

⁴⁸⁴ “[A]n omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. [...] It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available” (trecho do voto vencedor proferido pelo Ministro Marshall em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*). Tradução livre: “[U]m fato omitido é material se houver uma probabilidade significativa de que um acionista razoável o consideraria importante ao decidir como votar. [...] Não é necessário que se faça prova de uma probabilidade significativa de que a divulgação do fato omitido faria com que o investidor razoável mudasse seu voto. O que padrão contempla é a demonstração de uma probabilidade substancial de que, sob todas as circunstâncias, o fato omitido assumiria relevância concreta nas deliberações do investidor razoável. Posto de outra forma, é preciso que a probabilidade substancial de que a divulgação do fato omitido seria visto pelo investidor razoável como tendo alterado significativamente o ‘mix total’ de informações disponíveis”.

Assim, uma divulgação defeituosa seria material caso, na visão de um investidor razoável, tivesse causado alteração no conjunto total de informações disponíveis⁴⁸⁵. Como resultado do julgamento, a Suprema Corte reverteu a decisão da Corte de Apelações, que resolveu a questão da materialidade de forma sumária, em razão de ter discordado com o padrão de materialidade adotado.

O teste de materialidade formulado em *TSC v. Northway* foi aplicado pela Suprema Corte norte-americana no caso *Basic, Inc. v. Levinson*⁴⁸⁶ (doravante denominado “Basic v. Levinson”), ajuizado por ex-acionistas da Basic, Inc. contra a própria companhia sob a Regra 10b-5. No caso, os acionistas venderam suas ações após a Basic, Inc. ter negado, em três ocasiões distintas, que estava negociando uma fusão com outra companhia. No entanto, após terem vendido as suas ações, a fusão efetivamente ocorreu.

As questões que chegaram à Suprema Corte em recurso referiam-se: (i) à materialidade da informação omitida, isto é, existência de negociações para uma possível fusão; e (ii) a possibilidade de que os autores se beneficiassem, para fins da formação de uma classe em ação coletiva, da presunção de que tomaram sua decisão de vender as suas ações da Basic, Inc. confiando na veracidade das informações divulgadas pela companhia.

Ao analisar a demanda, a Suprema Corte decidiu que: (i) em um mercado impessoal, no qual os contratantes desconhecem a sua contraparte, os investidores negociam com base na confiança da integridade do preço formado pelo mercado; (ii) os investidores podem se valer da presunção de que tomaram sua decisão de investimento com base nas informações divulgadas pelo emissor do valor mobiliário, a partir da premissa de que o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações públicas a seu respeito; e (iii) a Regra 10b-5 exige que, para responsabilização da companhia, a informação incorreta divulgada ao mercado deve ser relacionada a um fato material⁴⁸⁷.

Como resultado do julgamento, a Suprema Corte concordou com a decisão das instâncias inferiores de certificar a classe de investidores com base na presunção de que

⁴⁸⁵ “Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available” (trecho do voto vencedor proferido pelo Ministro Marshall em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*). Tradução livre: “Posto de outra forma, é preciso haver uma probabilidade substancial de que a divulgação do fato omitido seria vista pelo investidor razoável como tendo alterado o ‘mix total’ de informações disponíveis.”

⁴⁸⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Ação nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁴⁸⁷ “[I]n order to prevail on a Rule 10b-5 claim, a plaintiff must show that the statements were misleading as to a material fact. It is not enough that a statement is false or incomplete, if the misrepresented fact is otherwise insignificant” (trecho do voto vencedor pelo Ministro Blackmun em *Basic, Inc. v. Levinson*). Tradução livre: “De forma a vencer em uma demanda sob a Regra 10b-5, o autor deve mostrar que as declarações eram enganosas com relação a um fato material. Não é suficiente que a declaração seja falsa ou incompleta, se o fato enganoso for insignificante”.

confiaram nas informações divulgadas pela companhia, mas não concordou com a decisão da Corte de Apelações no sentido de que a negativa da existência de negociações de uma possível fusão pela Basic, Inc. era, necessariamente, material.

A decisão no caso *Basic v. Levinson* determinou que a divulgação defeituosa de fatos materiais resulta em fraude a investidores, pois as informações são incorporadas ao preço do ativo negociado⁴⁸⁸. Segundo o entendimento firmado, se ficasse demonstrado que a informação era enganosa (*misleading*) e se referia a fato material, haveria uma presunção relativa de que o investidor tomou a sua decisão com base na informação incorreta divulgada pelo emissor⁴⁸⁹.

Com relação ao conceito de materialidade, *Basic v. Levinson* adotou o mesmo teste formulado em *TSC v. Northway*: uma informação seria material caso fosse considerada relevante por um investidor razoável em função de ter alterado significativamente o conjunto de informações disponíveis (*total mix of information available*)⁴⁹⁰.

⁴⁸⁸ “The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. [...] The causal connection between the defendants’ fraud and the plaintiffs’ purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations” (trecho do voto vencedor pelo Ministro Blackmun em *Basic, Inc. v. Levinson*). Tradução livre: “A teoria da fraude ao mercado é baseada na hipótese de que, em um mercado de valores mobiliários aberto e desenvolvido, o preço das ações de uma companhia é determinado pela informação material disponível a respeito da companhia e seus negócios. [...] Declarações enganosas, portanto, causarão fraude aos compradores de ações ainda que os compradores não se baseiem diretamente nas informações incorretas. [...] A conexão causal entre a fraude dos réus e a compra de ações pelos autores neste caso não é menos significativo do que em um caso denexo causal direto com relação às declarações incorretas”.

⁴⁸⁹ “An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor’s reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action” (trecho do voto vencedor pelo Ministro Blackmun em *Basic, Inc. v. Levinson*). Tradução livre: “Um investidor que compra ou vende ações ao preço estabelecido pelo mercado o faz acreditando na integridade daquele preço. Em função de a maioria das informações públicas ser refletida nos preços de mercado, a confiança de um investidor em qualquer declaração enganosa pública, portanto, pode ser presumida para fins da demanda sob a Regra 10b-5”.

⁴⁹⁰ “The Court also explicitly has defined a standard of materiality under the securities laws, see *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438 (1976), concluding in the proxy-solicitation context that ‘[a]n omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.’ *Id.* at 426 U. S. 449. Acknowledging that certain information concerning corporate developments could well be of ‘dubious significance,’ *id.* at 426 U. S. 448, the Court was careful not to set too low a standard of materiality; it was concerned that a minimal standard might bring an overabundance of information within its reach, and lead management ‘simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information -- a result that is hardly conducive to informed decisionmaking.’ *Id.* at 426 U. S. 448-449. It further explained that, to fulfill the materiality requirement, ‘there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.’ *Id.* at 426 U. S. 449. We now expressly adopt the *TSC Industries* standard of materiality for the § 10(b) and Rule 10b-5 context” (trecho do voto vencedor pelo Ministro Blackmun em *Basic, Inc. v. Levinson*). Tradução livre: “O Tribunal também explicitamente definiu um padrão de materialidade sob as leis de valores mobiliários, conforme *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438 (1976), concluindo que no contexto de um pedido de procuração ‘um fato omitido é material se houver probabilidade substancial de que o acionista razoável consideraria o fato importante ao decidir sobre como votar’. Vide 426 U. S. 449. Reconhecendo que certas informações a respeito de fatos corporativos em

A definição de materialidade formulada em *TSC v. Northway* e adotada na decisão em *Basic v. Levinson* foi seguida em outros casos recentes, também considerados referências em matéria de responsabilização de emissores de valores mobiliários pelas informações divulgadas ao mercado. Pode-se citar, por exemplo: (i) a decisão da Suprema Corte norte-americana em *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*⁴⁹¹, em 2011, na qual se concluiu que a possível existência de efeitos colaterais adversos causados por um novo medicamento da companhia seria considerada material por um investidor razoável e a sua omissão alterou o conjunto de informações disponíveis⁴⁹²; e (ii) a decisão da Corte de Apelações do 11º Circuito em *SEC v. Morgan Keegan & Co.*⁴⁹³, em 2012, na qual se entendeu que o risco de liquidez associado a um título de dívida municipal omitido por uma corretora alteraria o conjunto total de informações disponíveis sobre o valor mobiliário e, portanto, seria material para o investidor⁴⁹⁴.

Além dos casos descritos acima, diversos outros foram julgados pelos tribunais norte-americanos, considerando-se materiais as informações sobre receitas, dividendos, relações de

desenvolvimento poderiam ser de ‘significância dúbia’, vide 426 U. S. 448, o Tribunal foi cuidadoso em não estabelecer um padrão muito baixo de materialidade; havia a preocupação de um padrão mínimo poderia causar uma abundância de informação e fazer com que a administração ‘simplesmente enterrasse acionistas em uma avalanche de informações triviais – um resultado que dificilmente conduz à tomada de decisão informada. Vide 426 U. S. 448-449. Foi explicado ainda que, para satisfazer a exigência de materialidade, ‘deve haver uma probabilidade substancial de que a divulgação do fato omitido seria visto pelo investidor razoável como tendo significativamente alterado o ‘mix total’ de informações disponíveis. Vide 426 U. S. 449. Nós expressamente adotamos o padrão de materialidade da TSC Industries para o contexto da § 10(b) e Regra 10b-5”.

⁴⁹¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09-1156, Relatora Sonia Sotomayor, julgado em 22/03/2011. Referência original: *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011).

⁴⁹² “Applying Basic’s ‘total mix’ standard in this case, we conclude that respondents have adequately pleaded materiality. This is not a case about a handful of anecdotal reports, as Matrixx suggests. Assuming the complaint’s allegations to be true, as we must, Matrixx received information that plausibly indicated a reliable causal link between Zicam and anosmia” (trecho do voto vencedor proferido pela Ministra Sotomayor). Tradução livre: “Aplicando o padrão do ‘mix total’ de Basic neste caso, concluímos que os réus adequadamente demonstraram materialidade. Este caso não se refere a apenas um punhado de informações irrelevantes, como a Matrixx sugere. Partindo do pressuposto de que as alegações contidas na petição inicial são verdadeiras, como devemos, a Matrixx recebeu informações que plausivelmente indicavam uma conexão entre Zicam e a perda de olfato”.

⁴⁹³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 11-13992, Relatora Rosemary Barkett, julgado em 02/05/2012. Referência original: *SEC v. Morgan Keegan & Co., Inc.*, 678 F.3d 1233 (11th Cir. 2012).

⁴⁹⁴ “In sum, the materiality inquiry in this SEC enforcement action must account for the oral misrepresentations of Morgan Keegan’s brokers. Because Morgan Keegan’s written disclosures were not given directly to customers but were distributed only in the weak or non-effective manner outlined above, we conclude that the brokers’ misleading statements and failure to disclose the known liquidity risk of ARS could have ‘been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available” (trecho do voto vencedor). Tradução livre: “Em suma, a questão da materialidade nesta ação repressiva da SEC tem relação com as declarações incorretas orais dos corretores da Morgan Keegan. Tendo em vista que as divulgações escritas do Morgan Keegan não foram dadas diretamente a clientes, mas eram distribuídas apenas da forma fraca ou não efetiva exposta acima, concluímos que as declarações incorretas dos corretores a falha em divulgação o risco de liquidez conhecido da ARS poderia ter “sido visto pelo investidor razoável como tendo significativamente alterado o ‘mix total’ de informações disponibilizadas”.

controle entre partes relacionadas, inventário e valor de ativos, ofertas de compra ou venda de ativos empresariais, litígios contra a companhia e seus administradores, potenciais limitações regulatórias, provisões, dentre outras⁴⁹⁵. Nesses casos, a materialidade, do ponto de vista estritamente econômico, geralmente depende do valor do fato ao qual a informação se refere em comparação com a empresa da companhia e, com relação a fatos incertos, da probabilidade de sua ocorrência⁴⁹⁶.

Esse breve apanhado da jurisprudência demonstra que, no direito norte-americano, a informação divulgada de forma imprecisa ou falsa será material caso o investidor razoável considere que ela altera o conjunto total de informações disponíveis sobre o valor mobiliário, de modo a afetar a sua decisão de investimento.

A definição da materialidade por meio de um critério objetivo foi seguida pelo ordenamento de diversas outras jurisdições⁴⁹⁷, com destaque para o direito comunitário europeu. Na União Europeia, a Diretiva nº 79/279/CE dispôs sobre as regras de admissão de valores mobiliários à negociação no mercado e impôs aos emissores o dever de divulgar fatos que possam provocar variação importante na cotação de seus títulos⁴⁹⁸. Atualmente, as regras de admissão de valores mobiliários à negociação no mercado estão dispostas na Diretiva nº 2001/34/CE, que manteve a obrigação de divulgação de “fatos novos importantes” em seu artigo 68º(1).

A Diretiva nº 2003/124/CE, por sua vez, incluiu no conceito de informações relevantes os fatos ocorridos ou razoavelmente previsíveis que possam afetar a cotação de valores mobiliários, fazendo-se referência à figura do investidor razoável⁴⁹⁹. A Diretiva foi revogada

⁴⁹⁵ DENNIS, Roger J. Op. cit. p. 383-384.

⁴⁹⁶ Loc. cit.

⁴⁹⁷ Fernando Mota analisa os diferentes conceitos de fato e informação relevante adotados em Canadá, Austrália, Japão, China Continental e Hong Kong, que representam alguns dos mercados de valores mobiliários mais relevantes ao redor do mundo. No Canadá, Fernando Mota noticia que o *Business Corporation Act* estabelece vedação ao *insider trading*, qualificando a informação relevante como aquela que se possa razoavelmente esperar que afete a cotação dos valores mobiliários da companhia de forma material. Na Austrália, a legislação impõe aos emissores a obrigação de divulgar informações que possam ser relevantes para uma pessoa razoável ou que possam afetar a cotação do valor mobiliário. No Japão, a Lei de Instrumentos Financeiros e Bolsas enumera, nos seus artigos 402(1) e 402(2), uma série de fatos que devem ser divulgados ao mercado em função de sua relevância, sendo estabelecida, ao final das disposições, cláusulas gerais que exigem a divulgação de informações que tenham um efeito notável na decisão de investimento. Na China Continental, a lei determina a divulgação de eventos que tenham efeito considerável sobre a cotação dos valores mobiliários do emissor. Por fim, em Hong Kong, utiliza-se o conceito de informação privilegiada, definida como aquela relativa à companhia, aos acionistas ou administradores da companhia ou aos valores mobiliários da companhia e seus derivativos, que não sejam de conhecimento dos investidores que usualmente negociam os valores mobiliários em questão ou daqueles investidores que provavelmente negociariam tais valores mobiliários se fosse do seu conhecimento a probabilidade de alteração relevante no preço (MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 111-117).

⁴⁹⁸ Ibidem. p. 107-108.

⁴⁹⁹ Ibidem. p. 109.

pelo Regulamento (UE) nº 596/2014, o qual determina, em seu artigo 7º (4), que a informação privilegiada é aquela capaz de exercer influência sensível sobre a cotação do valor mobiliário ou “que um investidor razoável utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento”.

Na legislação brasileira, a materialidade manifesta-se de forma mais clara no conceito de informação relevante, utilizada na Lei nº 6.404/1976 para proibir a negociação com informação relevante não divulgada ao mercado (artigo 155, §4º) e obrigar o administrador a divulgar fatos relevantes referentes aos negócios da companhia aberta (artigo 157, §4º). Na Lei nº 6.385/1976, de forma semelhante, a informação relevante é mencionada no contexto da proibição de *insider trading* (a exemplo do artigo 4º, IV, “c”) e da obrigatoriedade de sua divulgação (artigo 21-A e artigo 22, § 1º, VI).

A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976 evidencia a preocupação do legislador com a informação relevante ao citar, como um de seus objetivos, “evitar a utilização abusiva de informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos”⁵⁰⁰. Além disso, a Exposição de Motivos também menciona que o regime de divulgação de informações deveria “obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos à sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos”⁵⁰¹.

Percebe-se, dessa forma, que o conceito de informação relevante permeia as principais preocupações do legislador brasileiro com relação às normas do mercado de valores mobiliários, isto é: (a) a garantia de suficiência de informações disponíveis para a correta precificação de ativos por investidores (a tomada de decisão informada); e (b) o combate a eventuais práticas não equitativas, viabilizadas pelo acesso assimétrico de pessoas relacionadas à companhia (*insiders*) e investidores (*outsiders*) a informações relevantes sobre a companhia.

Tal como na legislação norte-americana, não basta, no direito brasileiro, que o investidor demonstre ter havido omissão ou falha na informação divulgada por uma companhia, sendo necessário provar que a informação é relevante⁵⁰².

⁵⁰⁰ BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976...** Op. cit. p. 5.

⁵⁰¹ Ibidem. p. 4.

⁵⁰² “Além de demonstrar a não veracidade de informação, omissão ou outras falhas informacionais, é preciso mostrar que a informação é relevante, isto é, capaz de ter impacto nas decisões de investimento ou na cotação dos valores mobiliários. Diante da grande quantidade de informações divulgadas ao mercado, em bases periódicas ou esporádicas, a relevância de determinada informação ou de um conjunto de informações dependerá da análise no caso concreto e da movimentação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a

A necessidade de análise da materialidade da informação para a caracterização da falha informacional como infração administrativa foi objeto do PAS CVM nº 19957.006003/2018-13⁵⁰³. O processo, instaurado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra Eike Fuhrken Batista, referiu-se ao suposto fornecimento de informações falsas pelo acusado – que ocupava o cargo de diretor da CCX Carvão da Colômbia S.A., bem como de diversas companhias abertas – a respeito de sua formação acadêmica. Especificamente, o acusado teria alegado possuir graduação em engenharia metalúrgica em uma universidade alemã, quando, na realidade, não havia concluído o curso, embora tivesse iniciado.

No voto acolhido por unanimidade pelo Colegiado da CVM, o relator do caso, Diretor Alexandre Costa Rangel, decidiu pela absolvição do acusado com base, dentre outros fundamentos, na ausência de indícios de materialidade da informação falsa fornecida ao mercado na tomada de decisão por investidores. Segundo consta no voto proferido pelo Diretor, “não foi demonstrado de que forma as questões informacionais analisadas neste Processo teriam desempenhado um papel minimamente relevante na tomada de decisão dos investidores em geral”⁵⁰⁴

Ainda segundo o voto, apesar de todas as informações contidas nos documentos de divulgação das companhias serem importantes, algumas seriam mais importantes que outras. As informações mais relevantes seriam aquelas que apresentam “o potencial de influir efetivamente em uma determinada decisão de investimento – como, por exemplo, aquelas envolvendo a situação financeira da emissora, fatores de risco, controles internos, operações com partes relacionadas, dentre outras”⁵⁰⁵.

A partir desse caso, constata-se que a materialidade da informação é condição essencial para a imposição de responsabilidade administrativa por violações do dever de informar. No âmbito da responsabilidade civil, não há razão para não se adotar a mesma regra.

informação e a movimentação do mercado” (PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 395-396).

⁵⁰³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 19957.006003/2018-13. Relator diretor Alexandre Costa Rangel. Julgado em 20/04/2021.

⁵⁰⁴ Item 16 do voto proferido pelo Diretor Alexandre Costa Rangel no processo administrativo sancionador CVM nº 19957.006003/2018-13.

⁵⁰⁵ Item 22 do voto proferido pelo Diretor Alexandre Costa Rangel no processo administrativo sancionador CVM nº 19957.006003/2018-13.

É possível afirmar, portanto, que também no direito brasileiro, assim como no direito estrangeiro, a materialidade da informação é pressuposto necessário da responsabilização civil da companhia por falhas de divulgação. Cumpre, assim, examinar o significado, no ordenamento pátrio, de informação relevante.

3.3.2 A materialidade da informação no direito brasileiro: a informação relevante

O conceito de informação relevante⁵⁰⁶ é utilizado pela Lei nº 6.404/1976 e pela Lei nº 6.385/1976 para qualificar a obrigação de administradores e emissores de valores mobiliários de divulgar imediatamente ao mercado determinados fatos que possam impactar a decisão de investidores e proibir a negociação por aqueles que detêm tais informações até a sua ampla divulgação⁵⁰⁷. Por esse motivo, a Resolução CVM nº 44/2021 (que revogou a Instrução CVM nº 358/2002) reuniu regras para endereçar tanto a divulgação da informação relevante, quanto o seu uso⁵⁰⁸.

Segundo o artigo 2º, *caput*, da referida Resolução, são relevantes as decisões do acionista controlador, as deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta ou, ainda, “qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios” que tenha o potencial de influir, de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários da companhia ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou

⁵⁰⁶ Do ponto de vista técnico, o mais correto seria mencionar a informação sobre ato ou fato relevante. No entanto, o legislador de 1976 e a CVM não traçam nenhuma distinção significativa entre informação, ato ou fato relevante, tratando todos esses termos de forma única, como ficará claro ao longo deste capítulo. Assim, para fins do presente trabalho e de forma a simplificar a redação, será utilizado o termo “informação relevante”.

⁵⁰⁷ Deve-se fazer a ressalva, no entanto, de que o conceito de “informação privilegiada” para fins de insider trading não é, necessariamente, equivalente ao de “informação relevante”, para fins da obrigação de informar. Nesse sentido, vide lição de Luiz Antonio Sampaio Campos: “[é] importante destacar que a informação privilegiada cuja utilização é vedada no artigo 155 da LSA não se confunde com o fato relevante previsto no artigo 157 da LSA, embora ambas as hipóteses tenham por pressuposto a potencialidade de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou na decisão do investidor de negociar com esses valores mobiliários. É que não raro a informação privilegiada nasce antes de haver um fato relevante” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Op. cit. p. 835). Para fins deste trabalho, no entanto, é justamente a influência ponderável na decisão de investimento, comum aos dois conceitos, que se apresenta como relevante, de modo que não será necessário tratar dos dois conceitos separadamente ou aprofundar a questão da diferença entre eles.

⁵⁰⁸ Vide artigo 1º da Resolução CVM nº 44/2021: “Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre: I – a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante; II – a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado; e III – a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários”. O artigo 1º da Instrução CVM nº 358/2002 era mais explícito quanto ao uso da informação relevante: “Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado”.

manter esses valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos garantidos pelos valores mobiliários da companhia ou a eles referenciados. O parágrafo único do dispositivo enumera de forma não exaustiva uma série de exemplos de informação relevante⁵⁰⁹.

Conforme elucida Fernando de Andrade Mota, que produziu extenso trabalho sobre o tema, o significado de fato relevante possui três núcleos principais: (i) conceito de investidor do mercado; (ii) influência ponderável na decisão de investimento; e (iii) fato ocorrido nos negócios da companhia⁵¹⁰.

O primeiro dos três núcleos já apresenta alguns desafios. A Lei nº 6.404/1976 faz referência, no artigo 157, §4º, ao “investidor de mercado”, enquanto a Lei nº 6.385/1976 emprega outras expressões como “investidores”, “investidores de mercado” ou mesmo “público investidor”, sem oferecer uma definição a qualquer dessas expressões⁵¹¹.

Nos Estados Unidos, viu-se que a jurisprudência desenvolvida em torno do tema adotou o parâmetro do investidor razoável. No direito comunitário europeu, igualmente, o Regulamento (UE) nº 596/2014 adotou a figura do investidor razoável para qualificar a informação relevante.

Ao discorrer sobre o significado de investidor de mercado, Fernando de Andrade Mota segue a linha norte-americana, defendendo que a multiplicidade de métodos de avaliação e de busca do lucro adotados por diferentes tipos de investidor reforçam a necessidade de se

⁵⁰⁹ “Art. 2º. [...] 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 por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; 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 valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; 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; e 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”.

⁵¹⁰ Fernando de Andrade Mota chama tais núcleos de “elementos constitutivos” do fato relevante (MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 104).

⁵¹¹ *Ibidem*. p. 119.

considerar um investidor médio⁵¹². Aline de Menezes Santos Aragão, por sua vez, ao analisar o tema na perspectiva da apuração de responsabilidade por falhas informacionais, argumenta que o parâmetro correto deveria ser o do investidor comum (isto é, sem qualificação), pois o artigo 38 da Instrução CVM nº 400/2003 menciona o investidor, sem qualificá-lo⁵¹³⁻⁵¹⁴.

O dito “investidor comum” não é qualificado nas normas da CVM ou em decisões da autarquia, razão pela qual não se dispõe de uma definição dessa figura. Ainda que a autora tenha discorrido, especificamente, sobre a informação divulgada no prospecto (mercado primário), entende-se que, por coerência, o parâmetro de investidor deve ser o mesmo quando a análise envolve informações divulgadas no mercado secundário. Em outras palavras, para Aline de Menezes Santos Aragão, as informações divulgadas por emissores no mercado primário e secundário seriam direcionadas a investidores de forma geral, sem qualquer definição ou qualificação sobre o destinatário das divulgações.

Ainda que as leis e as normas regulatórias possam não qualificar a figura do investidor em suas disposições, acredita-se que a qualificação é necessária. É razoável presumir que, dentro do conjunto de investidores que participam no mercado, há diferentes níveis de experiência e conhecimento sobre a avaliação de valores mobiliários. Alguns investidores são mais experientes que outros.

Não parece razoável, no entanto, que a interpretação e a aplicação das normas do mercado de valores mobiliários sejam guiadas pelo investidor menos experiente. Se fosse esse o caso, a regulação possivelmente incorreria no indesejável erro de regular excessivamente. Assim, é necessário que se adote um padrão abstrato de investidor, que sirva como norte para a formulação, a interpretação e a aplicação das normas do mercado de valores mobiliários.

A adoção de padrões objetivos de comportamento não é novidade no direito. Pode-se utilizar, como referência, o exemplo do direito civil, que adota o padrão do homem probo, o *bonus pater familias*, para fins de apreciação objetiva da culpa *stricto sensu*⁵¹⁵. Da mesma

⁵¹² Ibidem. p. 141.

⁵¹³ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 250.

⁵¹⁴ Vide a redação do mencionado dispositivo: “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

⁵¹⁵ “Esse tipo figurado serve como o modelo a que se deve ajustar todo indivíduo, se quer ter conduta irrepreensível. Se o comportamento do autor não for o que teria, em igual circunstâncias, esse tipo abstrato de homem diligente, é considerado culposo” (GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 72).

forma, ao dispor sobre o dever de diligência do administrador, o Código Civil emprega, em seu artigo 1.011, o padrão objetivo do homem ativo e probo.

É certo que, em algumas situações, a CVM parece adotar um padrão inferior ao investidor médio, gerando excesso de regulação e de informações disponibilizadas aos investidores⁵¹⁶. No entanto, no que diz respeito à caracterização da informação relevante, a CVM parece ter adotado, em suas decisões, o parâmetro do investidor médio.

No julgamento do PAS CVM nº RJ2016/8116, por exemplo, a autarquia decidiu, nos termos do voto proferido pelo Diretor Gustavo Borba, que a interpretação do artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 deve considerar o padrão do investidor médio e razoável, sob pena de se criar insegurança na aplicação e no cumprimento da obrigação de divulgar fato relevante⁵¹⁷.

O processo foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra André Pires de Oliveira Dias, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Metalúrgica Gerdau S.A., por suposta violação do dever de divulgar fato relevante com relação à compra de participações minoritárias anunciadas por sua controlada.

Por decisão unânime, o Colegiado decidiu absolver o diretor da acusação formulada. Embora tenha reconhecido a falha em divulgar fato relevante, o Colegiado decidiu que a ausência da divulgação pela Metalúrgica Gerdau S.A. havia sido suprida pela divulgação pela sua companhia controlada, razão pela qual nenhum investidor teria sido prejudicado.

⁵¹⁶ Vide, por exemplo, a opinião de Marcela Zanetti Mascarenhas sobre quantidade excessiva de informações exigidas pela Instrução CVM nº 600/2018 com relação à oferta pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio: “Em que pese a CVM ter agido na medida certa na regulamentação de algumas matérias previstas na IN 600, a exemplo daquelas acima apresentadas, verifica-se, contudo, que em outras tantas disposições da IN 600, a exemplo dos arts. 9º a 11, § 2º, I e II; 12, II e IV; 16; 24; e 26, a CVM trouxe inúmeras minúcias sobre os assuntos tratados, adentrando-se no maior grau de detalhamento possível, agindo com excesso de regulação” (MASCARENHAS, Marcela Zanetti. **Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA): por uma (re)construção do conceito de direitos creditórios do agronegócio**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade Federal de Minas Gerais. 2020. p. 128). André Pitta também aborda a questão indiretamente, ao criticar uma possível inflexibilidade das regras de divulgação obrigatória no Brasil: “No mercado de valores mobiliários brasileiro, entretanto, ainda paira uma grande inflexibilidade concernente ao regime de disclosure, de modo que os esparsos e restritos descontos regulatórios de que dispõe as companhias que almejam realizar ofertas de ações em montantes limitados e/ou exclusivamente junto a investidores sofisticados são poucos utilizados e ineficientes” (PITTA, André Grünspon. **O regime de informação...** Op. cit. p. 369).

⁵¹⁷ “Observe-se que não se deve raciocinar e interpretar as regras do § 4º do art. 157 da Lei 6.404/76 (que faz expressa referência a ‘investidores de mercado’) considerando a perspectiva de investidor cuja postura fuja aos padrões de normalidade, uma vez que essa norma deve ser interpretada segundo parâmetros que considerem o ‘investidor médio e razoável’ (também chamado ‘investidor racional’), sem o que não haveria segurança alguma na aplicação e observância da obrigação de divulgação de fato relevante, especialmente porque a regra matriz incorpora conceitos bastante abertos (‘influência ponderável’, ‘decisão de investir’, ‘possibilidade de afetar’, ‘investidores de mercado’ etc.)” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador nº RJ2016/8116. Relator diretor Gustavo Borba. Julgado em 30/05/2017).

Em outra ocasião, no julgamento do PAS CVM nº 06/2003, o padrão do investidor médio foi novamente adotado para examinar a caracterização da informação relevante⁵¹⁸. O caso tratou de acusação de negociação com uso de informação privilegiada decorrentes de investigação realizada pela Gerência de Acompanhamento de Mercado contra o Banco Itaú-BBA S.A. e José de Menezes Berenguer Neto. O Colegiado, por unanimidade, absolveu os acusados por entender que não havia, no caso, informação relevante não divulgada ao mercado.

A CVM também já utilizou padrões equivalentes ao do investidor médio, como o do investidor racional e investidor razoável⁵¹⁹. Pode-se citar, ainda, o exemplo do PAS CVM nº 26/2010⁵²⁰, em que mais de um padrão de investidor é utilizado com referência a fontes norte-americanas e europeias (em ambos os casos, empregam a figura do investidor razoável)⁵²¹.

A própria lógica das normas da CVM parece levar à constatação de que a preocupação do regulador está voltada para o investidor médio, não para o investidor leigo ou inexperiente. Nesse sentido, destaca-se que, nos termos do artigo 2º da Resolução CVM nº 30/2021, integrantes do sistema de distribuição e consultores de valores mobiliários têm o dever de

⁵¹⁸ Vide parágrafo 35 do voto proferido pela Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, acolhido por unanimidade: “Para a aferição da relevância da informação, a lei estabelece parâmetros (art. 157, § 4º da LSA), posteriormente complementados pela regulamentação da CVM (art. 2º da Instrução CVM nº 358/02 [equivalente ao artigo 2º da atual Resolução CVM nº 44/2021]). A jurisprudência norte-americana, como assinala Nelson Eizirik, produziu um entendimento que bem sintetiza o espírito dos dispositivos aludidos: fato ou ato relevante é qualquer fato ou ato que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 06/2003. Relatora diretora Norma Jonssen Parente. Julgado em 14/09/2005). O entendimento da Diretora Norma Jonssen Parente foi utilizado, posteriormente, como fundamento para utilização do padrão do investidor médio na definição de informação relevante nos casos BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2012/8010. Relatora diretora Luciana Dias. Julgado em 21/07/2015; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/5793. Relatora diretora Luciana Dias. Julgado em 27/01/2015.

⁵¹⁹ Vide, por exemplo: (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/10290. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 13/06/2017, no qual se utilizou o padrão do investidor racional para determinar a relevância de informação relacionada ao nível de endividamento, resultado do exercício e o fluxo de caixa de uma companhia; e (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/04/2007, no qual se consignou, nos termos do voto do Pedro Oliva Marcilio de Sousa (parágrafo 30), que “[f]ato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional”.

⁵²⁰ O processo, originado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) contra diversas pessoas que supostamente teriam utilizado informações privilegiadas para negociar ações da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A., resultou em condenações de alguns acusados e absolvição de outros.

⁵²¹ Vide manifestação de voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez em BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 26/2010. Relator diretor Gustavo Borba. Julgado em 27/11/2018.

verificar a adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do seu cliente⁵²² e, para esse fim, devem assegurar que “o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação”⁵²³.

Ainda que a obrigação de verificar o perfil de clientes não gere a obrigação (ou mesmo o poder) de proibi-los de realizar operações arriscadas, é razoável supor que o investidor, caso decida realizar negócio em desobediência a uma recomendação negativa de um intermediário do mercado, estará agindo por sua própria conta e risco. Não poderá esse investidor, posteriormente, pretender ser ressarcido por eventuais perdas financeiras que tenha sofrido sob o argumento de que não compreendia os riscos envolvidos.

Em síntese, não faria sentido que a CVM, de um lado, impusesse aos participantes do mercado o dever de não oferecer valores mobiliários a investidores inexperientes, que não possuem conhecimento adequado dos riscos associados ao investimento, e, por outro lado, buscasse tutelar o mesmo investidor inexperiente que pretendeu afastar do mercado, adotando-o como padrão objetivo de investidor para fins de definição de informação relevante.

Ademais, a adoção do padrão do investidor comum poderia resultar na atribuição de relevância a toda informação passível de ser considerada importante para qualquer investidor, o que demandaria a divulgação de todas as informações relativas à companhia, e não só as verdadeiramente relevantes⁵²⁴. Isso, por sua vez, aumentaria a exposição de emissores de valores mobiliários ao risco de responsabilização por falhas na divulgação de informações que, embora desprovidas de materialidade, possam parecer relevantes ao investidor inexperiente⁵²⁵.

Nesse cenário, haveria o risco de responsabilização em excesso, com potencial de gerar dissuasão excessiva, cujos efeitos serão analisados na seção 4 deste trabalho. Além disso, a divulgação de informações irrelevantes criaria custos adicionais aos investidores experientes, que se veriam forçados a separar os fatos frívolos divulgados pelos emissores daqueles que são efetivamente relevantes.

Por isso, é preciso discordar da opinião de Aline de Menezes Santos Aragão, de que o regulador buscou direcionar a divulgação de informações por emissores de valores

⁵²² “Art. 2º As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente”.

⁵²³ Artigo 3º, III, da Resolução CVM nº 30/2021.

⁵²⁴ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 122.

⁵²⁵ Assim, haveria “substancial probabilidade de que o investidor comum julgue a informação falha ou defeituosa importante para sua decisão de investimento para que se possa falar em responsabilidade pelo conteúdo do prospecto” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 251).

mobiliários ao investidor comum e admitir, em linha com a opinião de Fernando de Andrade Mota e o entendimento acolhido em diversas decisões da CVM, que o legislador brasileiro e a regulação do mercado de valores mobiliários adotaram o padrão do investidor médio.

Nesse ponto, vale ressaltar que a denominação escolhida para o padrão de investidor não é tão relevante. Os direitos norte-americano e europeu optaram pela figura do investidor razoável, enquanto a CVM empregou, em diferentes decisões, as figuras do investidor razoável, médio e racional. No final das contas, não obstante as diferentes nomenclaturas, os padrões dizem respeito a um mesmo tipo de agente: um investidor que, embora possa não ser um especialista ou profissional do mercado, compreende conceitos básicos de economia financeira e conhece os riscos associados ao investimento em valores mobiliários⁵²⁶.

Assim, se as categorias de investidor fossem postas em ordem de conhecimento e experiência, teríamos: (i) em um extremo, o investidor leigo e inexperiente, que não possui conhecimentos mínimos de economia financeira e avaliação de investimentos, o qual a CVM aparentemente pretendeu afastar do mercado por meio da imposição, aos intermediários do mercado, da obrigação de verificar a adequação do perfil de seus clientes, conforme Resolução CVM nº 30/2021; (ii) em outro extremo, o investidor experiente, que, no quadro regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, assumiu a forma dos investidores qualificados e profissionais, conforme definidos pela Resolução CVM nº 30/2021⁵²⁷; e (iii) no meio do caminho entre os dois extremos, estaria o investidor médio, que, embora não seja tão experiente quanto o investidor qualificado ou o profissional, possui conhecimento sobre os fundamentos de economia financeira e dos riscos associados à negociação de valores mobiliários.

O segundo núcleo do conceito de informação relevante refere-se à influência ponderável na decisão de investimento, que pode ser dividido em dois subnúcleos: (i) a decisão de investimento; e (ii) a influência ponderável.

⁵²⁶ ROSE, Amanda M. The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” and Suggested Reforms. **The Journal of Corporation Law**, Chicago, v. 43, p. 77-118, 2017. p. 89-91; SACHS, Margaret V. Op. cit. p. 475-476.

⁵²⁷ Investidores qualificados e investidores profissionais são aqueles descritos nos artigos 11 e 12 da Resolução CVM nº 30/2021. Os investidores profissionais são, em síntese, os investidores institucionais, como instituições financeiras, fundos de investimento, companhias seguradoras, administradores de carteira de investimento, dentre outros, inclusive, pessoas físicas com investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) que atestem, por escrito, a sua condição de investidor profissional. Investidores qualificados, por outro lado, são os investidores profissionais, pessoas físicas com investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) que atestem, por escrito, a sua condição de investidor qualificado, pessoas físicas que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM ou clubes de investimento que tenham carteira gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.

A decisão de investimento está relacionada à variedade de estratégias de investimento que possuem base na expectativa de retorno dos investidores. A estratégia de investimento pode ser passiva, quando o investidor estima determinado retorno com base no desempenho do emissor dos valores mobiliários ao longo do tempo, ou ativa, quando o investidor busca participar da gestão da atividade empresarial, bem como pode conjugar os dois tipos de estratégia, como no caso de acionistas que vendem sua participação no mercado, mas mantêm participação suficiente para garantir que continuarão a ter ingerência sobre as atividades da companhia⁵²⁸.

Pode-se afirmar que o investidor de mercado que a lei buscou tutelar ao impor a divulgação de informações relevantes pelas companhias é aquele que adota a estratégia passiva de investimento, sem exercer influência na condução da empresa. Investidores ativos, que se imiscuem diretamente nos negócios da companhia, assim como os investidores profissionais que possuem maior capacidade de investimento e, portanto, maior poder de barganha frente aos emissores de valores mobiliários, têm mais facilidade de acesso a informações do que o investidor médio.

O acesso assimétrico a informações foi, inclusive, reconhecido pelas normas regulatórias, que permitem a realização de ofertas com *disclosure* reduzido caso a participação na operação seja limitada a investidores qualificados e profissionais, como é o caso das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição (conforme Instrução CVM nº 476/2009)⁵²⁹.

Não obstante, ainda que o investidor passivo esteja mais vulnerável à assimetria de informações que a lei buscou reduzir, é preciso deixar claro que o investidor ativo possui igual direito à informação, exceto quando esse direito é expressamente relativizado ou restrito por norma aplicável, como no exemplo das ofertas com esforços restritos de distribuição.

As estratégias de investimento são pautadas, em geral, em análise fundamentalista ou em análises gráfica e técnica para projetar o desempenho esperado de um valor mobiliário em determinado período de tempo. As técnicas de avaliação buscam identificar discrepâncias entre o valor da companhia e o valor atribuído pelo mercado que possam ser aproveitadas pelo investidor⁵³⁰.

⁵²⁸ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 125-126.

⁵²⁹ Nesse sentido, Maria Isabel do Prado Bocater e Leandro Loiola esclarecem que as diferentes exigências de disclosure e os diferentes graus de disclosure impostos pelas normas da CVM levam em conta a necessidade e a utilidade da informação para o público-alvo dos esforços de captação do emissor (BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. Op. cit. p. 111).

⁵³⁰ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 140.

As análises gráfica e técnica têm a finalidade de determinar como o preço de determinado valor mobiliário se move, traçando tendências com base em movimentos passados⁵³¹ – partindo-se do pressuposto, obviamente, de que o movimento dos preços se repetem ao longo do tempo⁵³² –, enquanto a análise fundamentalista busca determinar por que o preço de determinado valor mobiliário oscila, examinando os fundamentos econômicos da empresa subjacente para calcular o seu valor justo⁵³³ ou, como se diz usualmente, o seu valor intrínseco⁵³⁴.

Embora as análises gráfica e técnica não sejam afetadas diretamente pelas informações divulgadas ao mercado, tendo em vista que se pautam em movimentos passados dos preços, a análise fundamentalista depende diretamente delas, tendo em vista que se debruça sobre a situação econômica da companhia e de sua empresa⁵³⁵.

Ademais, o fato de as análises gráfica e técnica não utilizarem as informações divulgadas ao mercado não reduz a importância do sistema de divulgação obrigatória, pois: (i) as análises gráfica, técnica e fundamentalista são complementares e, em geral, são aplicadas em conjunto na avaliação de investimentos⁵³⁶; e (ii) como já se viu, as normas do mercado de

⁵³¹ Assim, na análise técnica, “[n]ão é importante saber POR QUE os preços se movem em uma direção; os motivos podem ser os mais diversos e na maioria das vezes difícil de descobrir. [...] O importante é saber COMO os preços se movem. O que importa é saber quando comprar ou vender, sem precisar saber o motivo da alta ou da baixa” (ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 82).

⁵³² “Segundo essa análise, as variações dos preços de mercado não são independentes de variações passadas, o mesmo ocorrendo com as taxas de retorno sobre o investimento em qualquer ativo estudado. Segundo a escola técnica, as séries de preços de mercado apresentam padrões identificáveis, e cabe ao analista desenvolver a arte de identificar tendências e saber interpretá-las” (PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 290).

⁵³³ ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Op. cit. p. 136.

⁵³⁴ “A análise fundamentalista é um importante instrumento utilizado para a análise de investimento em ações. Pela avaliação de tópicos que se relacionam com o desempenho da empresa, ela possibilita concluir sobre suas perspectivas. Esta análise utiliza os fundamentos econômico-financeiros para a determinação do valor da empresa. O objetivo principal desta análise é avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do valor da mesma. Ela parte do princípio de que as ações têm um valor intrínseco, que está associado com a performance da companhia emissora e com a situação geral da economia. Portanto, estuda os tores que explicam o valor intrínseco de uma empresa, setor ou mercado, colocando em segundo plano os tores de mercado como preço e volume. Esses tores são chamados de valores fundamentalistas” (PINHEIRO, Juliano Lima. Op. cit. p. 241).

⁵³⁵ “Para essa análise, não são relevantes as informações sobre lucros, dividendos, participação no mercado, grau de endividamento ou liquidez da empresa, como são consideradas pela análise fundamentalista” (Ibidem. p. 290).

⁵³⁶ “É difícil encontrar no mercado analistas de investimento que se utilizem exclusivamente de uma ou outra escola. Em geral, elas são utilizadas simultaneamente, sendo que a análise fundamentalista serve para escolher aquelas ações nas quais serão investidos os recursos, enquanto a análise técnica serve para determinar o momento mais favorável para o investimento” (Ibidem. p. 288).

valores mobiliários empregam o padrão do investidor médio, desconsiderando eventuais exceções, como investidores que ignoram informações relevantes em sua tomada de decisão.

Portanto, quando a Lei nº 6.404/1976 (artigo 157, § 4º) e a Lei nº 6.385/1976 (artigo 22, § 1º, VI) mencionam a decisão dos investidores de mercado de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia, a intenção é garantir que os investidores terão acesso a todas as informações necessárias para garantir que a sua estratégia de investimento seja coerente com o resultado que pretendem alcançar, evitando-se que sejam induzidos a erro.

É interessante notar que a Resolução CVM nº 44/2021 buscou, de forma mais precisa e completa do que a norma legal, estabelecer outros parâmetros que podem ter reflexo nas diferentes estratégias de investimento além da simples decisão de comprar, vender ou manter valores mobiliários, elencando: (i) os efeitos na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia (artigo 2º, I, da Resolução CVM nº 44/2021, equivalente ao artigo 2º, I, da antiga Instrução CVM nº 358/2002), que fornecem um parâmetro objetivo para a aferição da relevância da informação no caso concretos; e (ii) o exercício de direitos inerentes à condição de titular dos valores mobiliários, que é relevante no contexto do investimento ativo (artigo 2º, III, da Resolução CVM nº 44/2021, equivalente ao artigo 2º, III, da antiga Instrução CVM nº 358/2002).

Assim, a decisão de investimento que o legislador brasileiro e a CVM buscaram proteger está relacionada diretamente às diferentes estratégias que investidores formulam, com base nas informações à sua disposição, sejam aquelas divulgadas pelas companhias ou outras obtidas de fontes diversas, para obter um retorno previamente estimado. As informações que possam alterar a estratégia e, conseqüentemente, a decisão de investimento, são consideradas relevantes.

Não obstante, tanto o artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, como o artigo 22, § 1º, VI, da Lei nº 6.385/1976, estabelecem um filtro com relação aos efeitos na decisão do investidor: para que seja relevante, não basta que a informação possa ter alguma influência na estratégia de investimento, sendo necessário que esta influência seja ponderável⁵³⁷.

O emprego do termo “ponderável” ressalta que o legislador não teve a intenção de impor à companhia a divulgação de toda e qualquer informação, mas somente daquelas que sejam materiais⁵³⁸. Portanto, “o critério preponderante é o da pertinência de um ato ou fato à

⁵³⁷ Deve-se ressaltar que, ainda que a informação seja relevante, nos termos do artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, o administrador pode recusar-se a divulgá-la caso entenda que a sua divulgação pode pôr em risco interesse legítimo da companhia, conforme artigo 157, § 5º, cabendo à CVM, em última instância, decidir pela divulgação da informação.

⁵³⁸ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 153.

decisão dos investidores de negociar”⁵³⁹. Dito de outra forma, o efeito ponderável sobre a decisão de investimento é o que distingue a informação relevante.

Embora a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 não tenham fornecido elementos concretos para definir o que deve ser considerado efeito ponderável sobre a decisão de investimento, pode-se dizer que a expressão está ligada ao conceito de materialidade da informação, que deve ser aferida no caso concreto⁵⁴⁰.

A dificuldade de se examinar o efeito de uma informação na decisão de investidores já motivou tentativas de formulação de critérios objetivos para definir a materialidade. Em artigo publicado em 1971, por exemplo, Fábio Konder Comparato defendeu que a materialidade da informação fosse determinada a partir de seu efeito na cotação dos valores mobiliários. Logo, a informação seria relevante caso a cotação dos valores mobiliários tivesse sofrido oscilação superior a 40% (quarenta por cento) no período de 90 (noventa) dias posteriores à negociação, ou superior a 50% (cinquenta por cento) nos 120 (cento e vinte) dias posteriores à negociação⁵⁴¹.

É certo que a informação relevante pode ter impacto na cotação do valor mobiliário. José Marcelo Martins Proença, a esse respeito, diz que “[a] definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”⁵⁴². Segundo o autor, seria relevante, portanto, todo fato que pudesse afetar a decisão do

⁵³⁹ RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. Do direito do acionista à informação em companhias abertas e fechadas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 600-601.

⁵⁴⁰ Nesse sentido, Fernando de Andrade Mota afirma que, com o emprego do termo ponderável, o legislador indicou que a companhia não precisa divulgar toda e qualquer informação, mas somente aquelas que sejam materiais. Ademais, o termo ponderável também pode ser entendido no sentido de que a influência da informação na decisão do investidor deve ser passível de ser medida e verificada objetivamente no caso concreto (MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 153-154).

⁵⁴¹ “Assim, é de se presumir, a nosso ver, a utilização abusiva de informações reservadas, quando concorrerem as seguintes circunstâncias: 1) o contratante demandado era, na ocasião do negócio, qualquer das pessoas acima nomeadas especificamente como insiders (acionista majoritário, diretor, conselheiro, ou fiscal da sociedade emissora dos títulos, seu cônjuge não separado judicialmente ou filho menor), ou então uma sociedade da qual qualquer dessas pessoas era administrador, gerente, representante legal, ou sócio titular de mais de metade das ações, cotas ou partes do seu capital, ou ainda uma sociedade controlada pela companhia em questão; 2) a cotação em Bolsa dos títulos ou direitos negociados acusou, dentro em 90 dias a contar da negociação, uma oscilação superior a 40%, ou dentro em 120 dias uma oscilação de mais de 50%. Concorrendo tais fatos objetivos, a anulação do contrato só deixaria de ser decretada se o demandado provasse que a oscilação no valor dos títulos ou direitos negociados não decorreu de circunstâncias particulares à sociedade anônima em causa, ou que tais circunstâncias, embora existentes, não eram do seu conhecimento” (COMPARATO, Fábio Konder. “*Insider Trading*”: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 2, p. 41-47, 1971. p. 47).

⁵⁴² PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit. p. 144.

investidor com relação à negociação de determinado valor mobiliário, influenciando, conseqüentemente, em seu preço⁵⁴³.

No entanto, a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 não adotaram qualquer critério objetivo para definir a informação relevante. A Resolução CVM nº 44/2021 tampouco o fez, tendo listado a oscilação da cotação dos valores mobiliários apenas como um dos fatores passíveis de serem utilizados para demonstrar a relevância da informação, e mesmo assim, sem estabelecer um patamar específico de oscilação. Desse modo, percebe-se que o legislador brasileiro optou por uma definição flexível e aberta de informação relevante, que deve ser analisada em cada caso concreto⁵⁴⁴.

Na ausência de uma definição precisa do significado de influência ponderável no texto legal, coube à CVM fornecer uma orientação mais segura no julgamento de casos concretos, podendo-se destacar a decisão tomada por unanimidade no PAS CVM nº RJ2006/4776⁵⁴⁵.

O processo foi iniciado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra Tito Botelho Martins Junior, Diretor Presidente e de Relações com Investidores da Metalurgia S.A. – CAEMI, em função da não divulgação de fatos relevantes referentes à concessão de empréstimos pela companhia à sua controladora, a Companhia Vale do Rio Doce.

A questão principal do caso era se a concessão dos empréstimos constituía fato relevante que deveria ser divulgado ao mercado.

O primeiro esclarecimento do voto do relator do caso, Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, foi de que a Lei nº 6.404/1976 não exige a efetiva influência da informação na decisão de investimento, mas sim a mera possibilidade, bastando que o fato “tenha ‘força suficiente’ para influenciar”⁵⁴⁶.

Em seguida, o voto esclareceu que a aferição do potencial de uma informação influenciar de forma ponderável a decisão dos investidores é mais fácil quando o impacto sobre os negócios da companhia é direto. Assim, a “parada extraordinária de atividade em uma linha industrial da companhia é relevante se essa parada afetar significativamente as receitas, o resultado ou as demais operações da companhia”, da mesma forma que “o trânsito

⁵⁴³ Loc. cit.

⁵⁴⁴ EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 50, p. 42-56, 1983. p. 51.

⁵⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/4776. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/01/2007.

⁵⁴⁶ Item 46 do voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776 (vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/4776. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/01/2007).

em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho para a companhia será relevante se o montante do ganho ou da perda for significativo em comparação ao patrimônio líquido da companhia”⁵⁴⁷.

Em outras situações, no entanto, o impacto de um fato sobre os negócios da companhia pode não ser direto ou imediato. Nesses casos, além da avaliação inicial da relevância do fato, o administrador deve, de tempos em tempos, reavaliar a magnitude do evento para verificar se o fato se tornou relevante por circunstâncias supervenientes.

A CVM decidiu ainda, nos termos do voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, que um fato pode ser relevante ainda que não tenha impacto sobre os negócios sociais ou os direitos dos acionistas, como no caso de informações que possam dar indicações sobre a capacidade da administração ou a sua forma de lidar com *stakeholders* da companhia⁵⁴⁸.

Ademais, estabeleceu-se que a relevância de um fato deve ser analisada à luz das circunstâncias e da conjuntura do caso concreto, devendo a administração da companhia “analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas”⁵⁴⁹.

Por ter considerado que a concessão de empréstimos pela companhia à sua controladora configurava fato relevante, em função do possível conflito de interesses envolvido na operação, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, condenar o acusado do PAS CVM nº RJ2006/4776, aplicando-lhe multa pecuniária nos termos do artigo 11, II e § 1º, da Lei nº 6.385/1976.

Desse modo, com relação à influência ponderável de um fato sobre a decisão de investimento, para fins de determinação da materialidade da informação, conforme o entendimento firmado pela CVM no PAS CVM nº RJ2006/4776, pode-se afirmar que: (i) basta que a influência ponderável sobre a decisão do investimento seja potencial, isto é, que tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento; (ii) a influência ponderável sobre a decisão de investimento pode decorrer de impacto direto do fato sobre os negócios sociais ou de impacto indireto e não imediato; (iii) a influência ponderável pode ainda decorrer da possibilidade de o fato dar indicações sobre a capacidade e a forma de atuação da

⁵⁴⁷ Item 48 do voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776 (vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/4776. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/01/2007).

⁵⁴⁸ Itens 50 e 51 do voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776.

⁵⁴⁹ Item 54 do voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776.

administração; e (iv) a relevância da informação deve ser aferida com base em todos os elementos, circunstâncias e conjuntura do caso concreto, ponderando-se, de forma agregada, informações quantitativas e qualitativas.

Por fim, o terceiro e último núcleo do conceito de fato relevante diz respeito à necessidade de haver relação com os negócios da companhia. Sobre esse aspecto, Nelson Eizirik já defendeu, em artigo sobre *insider trading*, que o significado de informação relevante deveria se restringir a fatos referentes, especificamente, à companhia, sendo necessário diferenciar a informação sobre os negócios da companhia da informação de mercado⁵⁵⁰.

O caráter específico da informação com relação ao emissor já foi utilizado pela CVM como critério para caracterizar a sua relevância. No PAS CVM nº RJ2014/6517⁵⁵¹ (cujos detalhes serão expostos na seção 3.4.3 infra), por exemplo, o Diretor relator Henrique Machado ressaltou que a mesma informação poderia ser considerada relevante para uma companhia e não relevante para outra companhia do mesmo setor, “eis que elas podem diferir quanto ao estágio de desenvolvimento, complexidade das operações, posição no mercado, capacidade de geração de receitas, nível de endividamento, dentre outros fatores”⁵⁵².

Assim, a relevância da informação deve ser analisada na perspectiva: (i) de sua relação direta com os negócios da companhia, pois as informações de mercado (*e.g.* taxa de juros, taxa de câmbio, políticas de governo, mudanças políticas) não são caracterizadas como informação relevante para fins da Lei nº 6.404/1976 e Lei nº 6.385/1976 (embora devam ser levadas em consideração na análise conjuntural da influência de um fato específico da companhia sobre a decisão de investimento); e (ii) de sua magnitude frente ao porte e às características da empresa conduzida pela companhia.

Em síntese, percebe-se que o conceito de informação relevante no direito brasileiro possui muitas características em comum com o conceito de informação material no direito norte-americano. Por exemplo, ambos são conceitos flexíveis e abertos, que devem ser aferidos com base nas circunstâncias do caso concreto. Além disso, ambos são analisados na perspectiva de seu impacto sobre a decisão de investimento do investidor médio.

⁵⁵⁰ “Assim, por exemplo, não há o dever de informar ou abster-se de negociar para o administrador de uma companhia aberta que tem acesso a informações sobre uma medida que será adotada pelo governo e que beneficiará o mercado de capitais, tendo um provável impacto favorável na cotação das ações de sua empresa” (EIZIRIK, Nelson. “**Insider Trading**”... Op. cit. p. 51).

⁵⁵¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Machado. Julgado em 25/06/2019.

⁵⁵² Item 81 do voto do Diretor Relator Henrique Machado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Machado. Julgado em 25/06/2019).

Ademais, tanto no direito brasileiro como no direito norte-americano, exige-se que a influência sobre a decisão de investimento seja qualificada. No Brasil, a influência deve ser ponderável, isto é, deve ter força suficiente para alterar a decisão de investimento; nos Estados Unidos, por outro lado, exige-se a demonstração de que a informação altera, na perspectiva do investidor médio, o conjunto total de informações disponíveis sobre o valor mobiliário (*total mix of information available*).

Analisado o conceito de informação relevante em seus aspectos mais importantes, cumpre, em seguida, determinar se o conceito de informação relevante existente na Lei nº 6.404/1976 e na Lei nº 6.385/1976 é suficiente para fins de responsabilização civil da companhia por falhas de divulgação.

3.3.3 A materialidade da informação para fins de responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar

Viu-se que a materialidade da informação é conceito fundamental no sistema de divulgação obrigatória e não pode ser aferido de forma apriorística e genérica⁵⁵³. A materialidade é pressuposto da responsabilização, pois apenas a informação material afeta a decisão do investidor médio⁵⁵⁴.

A materialidade é aferida no caso concreto a partir dos efeitos da informação sobre a decisão de investimento do investidor médio. Tais efeitos devem ser significativos, de modo a configurar a influência ponderável, no direito brasileiro, ou a alteração do conjunto total de informações disponíveis, no direito norte-americano, ou a gerar influência na cotação dos valores mobiliários ou na decisão de um investidor razoável, no direito comunitário europeu.

Não se deve perder de vista, ainda, que a informação exerce funções específicas no mercado de valores mobiliários, sendo relevante para garantir a confiança dos investidores nos instrumentos de troca por meio da observância da boa-fé objetiva pelas partes (função jurídica), assegurar a correta alocação de recursos e riscos (função econômica) e auxiliar a supervisão do mercado (função de fiscalização regulatória). Desse modo, a informação é instrumental para a tomada de decisão do investidor e necessária para garantir que o desempenho do mercado será guiado pela decisão informada de investidores racionais e não pela vontade de qualquer pessoa ou grupo de pessoas.

⁵⁵³ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 251.

⁵⁵⁴ PRADO, Viviane Muller. Op. cit. p. 395-396

O direito brasileiro, talvez até de forma mais precisa e completa do que os direitos norte-americano e europeu, desenvolveu um conceito de informação relevante bem definido e voltado ao objetivo de garantir que investidores possuam todos os elementos necessários para uma tomada de decisão de investimento informada. Assim, no exame da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar, o ponto de partida para definir se a informação divulgada é falsa ou imprecisa deve ser, necessariamente, a aferição da materialidade com base no conceito de informação relevante disposto na Lei nº 6.404/1976 e na Lei nº 6.385/1976.

É necessário, no entanto, ter em mente que nem toda informação divulgada ao mercado pela companhia é material. Informações relevantes são materiais por definição, mas as divulgações feitas pelas companhias não se limitam a elas. Há diversas informações divulgadas ao mercado por meio de prospectos de ofertas públicas, demonstrações financeiras, formulários de referência, comunicados ao mercado, teleconferências com analistas, dentre outros meios⁵⁵⁵, que não necessariamente são materiais por si só, mas apenas quando consideradas em um contexto mais amplo.

É possível, por exemplo, que alguns dados sobre os administradores, os negócios da companhia, o balanço patrimonial ou as demonstrações de resultado, as estimativas e planos da administração, dentre outros, sejam divulgados de forma imprecisa ou falsa sem que tal incorreção altere a percepção e a avaliação do investidor médio a respeito da companhia.

Nessas situações, pode ser útil recorrer ao critério do conjunto total de informações disponíveis desenvolvido no direito norte-americano. Caso uma informação divulgada de forma falsa ou imprecisa pela companhia não altere o conjunto total de informações disponíveis a seu respeito, de modo que não haja efeitos sobre a decisão de investimento do investidor médio, a companhia não deverá ser responsabilizada civilmente, pois estará ausente o elemento da materialidade em função da falta de influência ponderável sobre a decisão de investimento.

3.4 A imprecisão ou falsidade da informação

⁵⁵⁵ Segundo Gustavo Machado Gonzalez, “é importante assinalar que as informações periódicas e eventuais previstas em lei ou nos normativos editados pela CVM não representam a totalidade das informações divulgadas pelas companhias abertas ao mercado. É comum que representantes das companhias participem de reuniões públicas, como as conferências abertas usualmente realizadas quando da divulgação de resultados e também de encontros privados” (GONZALEZ, Gustavo Machado. Op. cit. p. 395).

A definição do que seria a informação falsa ou imprecisa constitui etapa necessária para a aferição da responsabilidade civil da companhia que realiza a sua divulgação. Já se expôs que as normas do mercado de valores mobiliários exigem a divulgação de informações completas, precisas, verdadeiras, consistentes, que não induzam o investidor a erro, seja no caso de divulgações feitas no mercado primário (por meio de prospectos e documentos de ofertas públicas)⁵⁵⁶, seja no caso de divulgações periódicas realizadas no mercado secundário⁵⁵⁷. De modo geral, portanto, a regra que se extrai das normas emanadas pela CVM indica que a informação divulgada ao mercado não pode ser enganosa, isto é, capaz de induzir o investidor a erro.

Por outro lado, o artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976 determina que uma emissão pública de valores mobiliários pode ser suspensa se for realizada com “informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas”. Ainda que o dispositivo diga respeito à suspensão de emissões públicas de valores mobiliários, trata-se do único trecho em que o legislador se manifestou expressamente sobre os tipos de informação não admitidos no mercado.

Assim, por rigor dogmático e para que a natureza enganosa da informação seja analisada de forma concreta, evitando-se definições demasiadamente genéricas e abstratas, o presente trabalho irá debruçar-se sobre os conceitos de informação falsa e informação imprecisa. Acredita-se que esses conceitos devem servir como parâmetros para aferir a responsabilidade civil de companhias por violações do seu dever de informar.

A informação enganosa, portanto, será considerada como gênero, do qual são espécies a informação falsa e a informação imprecisa. A partir dessa classificação geral e de definições ainda mais específicas, as próximas seções buscarão dar contornos mais claros à falsidade e à imprecisão das informações divulgadas ao mercado pelas companhias.

3.4.1 Os conceitos de falsidade e imprecisão da informação divulgada ao mercado

⁵⁵⁶ Conforme artigo 38 da Instrução CVM nº 400/2003: “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

⁵⁵⁷ Segundo artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009: “Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

A definição do caráter enganoso de informações falsas ou imprecisas divulgadas por companhias não pode ignorar a doutrina civilista sobre o consentimento na formação do negócio jurídico. Por outro lado, também não se pode ignorar a realidade do próprio mercado. Nas transações realizadas no mercado de valores mobiliários, comprador e vendedor, geralmente, não se encontram e, muitas vezes, não têm conhecimento da identidade um do outro⁵⁵⁸. Tais negócios originam-se de uma oferta ao público, nos termos do artigo 429 do Código Civil, visto que não são direcionados a pessoas determinadas, mas sim a pessoas determináveis⁵⁵⁹, e se tornam perfeitos quando são aceitos por uma contraparte.

Por um lado, pode-se dizer que, como a oferta ao público de compra ou venda de valores mobiliários no mercado pode não ter uma resposta, o contrato eventualmente celebrado caracteriza um negócio entre ausentes e somente torna-se perfeito quando há aceitação da proposta, nos termos do artigo 434 do Código Civil.

Por outro lado, é certo que, por meio dos mecanismos de troca do mercado, a emissão de uma oferta de compra ou venda de valores mobiliários, sua aceitação e a realização do negócio jurídico podem ocorrer em questão de minutos. Assim, ainda que as partes nunca se encontrem e não se conheçam, pode-se reputar que estejam presentes no momento da celebração do contrato⁵⁶⁰.

Operações de compra e venda de valores mobiliários são intermediadas por corretores ou instituições financeiras e a tomada de decisão das partes envolvidas baseia-se, em muitos casos, nas informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários, que não necessariamente são partes da transação (exceto nas subscrições públicas realizadas no mercado primário ou quando as companhias eventualmente negociam valores mobiliários de sua própria emissão⁵⁶¹).

⁵⁵⁸ “In today’s universe of transactions governed by the 1934 Act, privity of dealing or even personal contact between potential defendant and potential plaintiff is the exception and not the rule”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 74-124, Relator William Hubbs Rehnquist, julgado em 09/06/1975. Referência original: Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975). Tradução livre: “No atual universo de operações regidas pela lei de 1934, a proximidade entre os contratante sou mesmo contatos pessoais entre potenciais litigantes são a exceção, não a regra”.

⁵⁵⁹ GOMES, Orlando. **Contratos**. 27. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 60.

⁵⁶⁰ “Reputam-se presentes não apenas aqueles que se encontram no mesmo ambiente, mas todos aqueles que se comunicam por meio síncrono, pois o que identifica a ausência prevista neste dispositivo do Código Civil é a inexistência de certeza quanto à resposta imediata” (TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 92).

⁵⁶¹ Apenas nessas hipóteses a companhia participa como parte da transação. No caso das ofertas primárias no mercado primário (isto é, subscrições públicas de valores mobiliários), a própria companhia figura como ofertante. A companhia também pode figurar como ofertante de ações em tesouraria em ofertas secundárias no mercado primário (conforme expressamente previsto no artigo 4º, II, da Instrução CVM nº 567/2015). A companhia pode ainda figurar como parte em qualquer transação de compra e venda de valores mobiliários de sua própria emissão, nas hipóteses permitidas pela Lei nº 6.404/1976 e pelas normas emanadas pela CVM.

Portanto, seja qual for a interpretação que se dê, as negociações de valores mobiliários realizadas no mercado possuem, ao menos, duas características peculiares: (i) a identidade das partes não é importante, sendo que, muitas vezes, os contratantes desconhecem a sua contraparte; e (ii) tanto a oferta como a aceitação são expedidas com base em informações divulgadas pelo emissor do valor mobiliário que, em geral, é um terceiro que não participa do negócio.

O caráter impessoal dos negócios celebrados no mercado de valores mobiliários deve ser levado em consideração ao analisar-se a informação e seu impacto na tomada de decisão dos agentes. A falsidade e a imprecisão da informação só interessa ao direito do mercado de valores mobiliários quando puder afetar a decisão de investimento. Conseqüentemente, apenas a informação material, cujos contornos foram delineados na seção 3.3 acima, pode gerar responsabilização civil da companhia quando divulgada de forma falsa ou imprecisa.

A distinção entre a falsidade e a imprecisão, embora, por vezes, não muito evidente, foi muito bem definida pela Suprema Corte norte-americana no caso *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*⁵⁶², decorrente de um pedido de indenização de uma acionista da *Virginia Bankshares, Inc.* contra a própria companhia com base na alegação de que certas informações contidas em pedido público de procuração poderiam levar acionistas a erro.

No julgamento do caso, a Suprema Corte decidiu que, enquanto a informação imprecisa pode preservar a sua capacidade de induzir o investidor a erro mesmo quando confrontada com dados verdadeiros, a informação falsa tem o seu caráter enganoso prontamente revelado quando contrastada com informações verdadeiras e precisas⁵⁶³. Não obstante, no caso concreto, a Suprema Corte entendeu que a acionista não havia demonstrado a existência denexo causal entre o pedido público de procuração e os danos alegados e, por isso, reverteu a decisão da Corte de Apelações que havia reconhecido o dever de indenizar da companhia.

Destarte, ainda que a intuição possa sugerir o contrário, a informação imprecisa pode ser mais danosa ao mercado do que a informação falsa, tendo em vista a maior dificuldade de identificar-se a sua inadequação. A imprecisão é mais sutil do que a falsidade, o que

⁵⁶² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 90-615, Relator David Souter, julgado em 27/06/1991. Referência original: *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991).

⁵⁶³ “While a misleading statement will not always lose its deceptive edge simply by joinder with others that are true, the true statements may discredit the other one so obviously that the risk of real deception drops to nil”. *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991). Tradução livre: “Enquanto uma declaração enganosa não necessariamente perderá o seu potencial enganoso simplesmente pela comparação com outras informações que sejam verdadeiras, as declarações verdadeiras podem desacreditar a outra de forma tão óbvia que o risco de causar erro baixa a quase zero”.

potencializa a capacidade de indução ao erro da informação e dificulta a responsabilização daquele que a divulga.

Outra distinção entre a falsidade e a imprecisão refere-se ao seu objeto. A falsidade, em geral, recai sobre o próprio fato divulgado, ou seja, divulga-se ao mercado algo que não é verdadeiro, pois não corresponde à realidade dos fatos. Trata-se de aferição objetiva, o que facilita o exame no caso concreto. A imprecisão, por sua vez, pode recair não sobre o fato divulgado, mas sobre a forma da divulgação. Isto é, embora o fato divulgado seja verdadeiro, a forma como ele é descrito, relatado ou exposto pela pessoa que o divulga gera percepção errônea no destinatário da informação, que a interpreta de forma inadequada⁵⁶⁴.

Assim, o primeiro requisito da informação precisa e verdadeira refere-se ao próprio fato que lhe é subjacente, o qual deve ser também preciso e passível de aferição objetiva.

Não obstante, já se verificou, na seção 3.2, que algumas informações divulgadas ao mercado por companhias são inerentemente subjetivas, tendo em vista que dizem respeito a fatos futuros e incertos. Quanto às informações subjetivas, não basta falar de imprecisão, pois isso lhes é inerente. É necessário ser mais específico e adotar a definição de imprecisão enganosa, isto é, a imprecisão que, em função de conduta culposa de quem realiza a divulgação, contamina a informação subjetiva e expõe investidores a erro na sua tomada de decisão.

No entanto, deve-se admitir, de imediato, que os contornos da imprecisão enganosa nas informações subjetivas são opacos, pois projeções, planos e estimativas adentram o território da opinião e da prospecção, naturalmente, afeitas a imprecisões, incertezas e aproximações. Como a informação subjetiva será sempre imprecisa, impõe-se à companhia o dever de alertar o investidor sobre a sua imprecisão e expor os fundamentos e métodos que justificam a materialidade daquela informação para a decisão do investimento.

De forma a guiar a análise que será feita nos próximos itens, propõe-se a seguinte classificação das espécies de informação enganosa: (i) a informação falsa; (ii) a informação objetiva eivada de imprecisão; e (iii) a informação subjetiva eivada de imprecisão enganosa.

O primeiro passo para determinar se uma informação é enganosa refere-se à análise do próprio fato divulgado. Caso seja um fato preciso e bem delineado, o caráter enganoso da informação poderá decorrer de falsidade (quando o fato divulgado não corresponder à

⁵⁶⁴ Conforme esclarecem James D. Cox, Robert W. Hillman e Donald C. Langevoort, as leis que regem o mercado de capitais exigem transparência total e equitativa (“full and fair disclosure”). Enquanto a total transparência refere-se ao que deve ser divulgado, a transparência equitativa refere-se à forma como se deu a divulgação. Assim, a divulgação da informação de forma confusa, que demande esforço para interpretação, não constitui forma equitativa de divulgação (COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. Op. cit. p. 623).

realidade) ou de imprecisão (quando o fato em si não for falso, mas a forma imprecisa da sua divulgação apresentar o potencial de induzir o investidor a erro).

Caso o fato divulgado não seja preciso, possuindo natureza prospectiva, a imprecisão enganosa ocorrerá se a companhia não adotar as cautelas e não fizer os alertas necessários para que o investidor tenha ciência da incerteza inerente à informação divulgada e, se for o caso, não expuser os fundamentos e métodos que a levaram a acreditar que aquela informação era material para a decisão de investimento.

3.4.2 A informação objetiva enganosa: a informação falsa e a informação objetiva eivada de imprecisão

A informação objetiva pode estar contida em documentos de divulgação periódica, como formulário de referência e prospectos, assim como pode constituir informação relevante que deve ser divulgada de forma imediata ao mercado. Em qualquer caso, a informação objetiva refere-se a um fato concreto e preciso; por esse motivo, ela também é chamada de informação factual⁵⁶⁵.

O significado de precisão do fato divulgado foi bem delineado no direito comunitário europeu, no artigo 7º (2) do Regulamento (UE) nº 596/2014, o qual determina que a informação dirá respeito a fato preciso caso descreva circunstâncias ou acontecimentos existentes, já ocorridos ou razoavelmente previsíveis e desde que a descrição seja suficientemente específica para que o investidor possa extrair uma conclusão a seu respeito para fins da sua tomada de decisão de investimento. Caso as circunstâncias e acontecimentos divulgados estejam sujeitos a alterações, exige-se que seus desdobramentos também sejam divulgados, bem como eventuais passos intermediários relacionados à sua concretização⁵⁶⁶.

Embora o direito brasileiro não tenha adotado definição tão detalhada do que constitui a informação objetiva, a CVM debruçou-se sobre a questão da caracterização da informação

⁵⁶⁵ Essa é a nomenclatura adotada, por exemplo, pela Instrução CVM nº 480/2009, que em seu artigo 19 determina: “Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas”.

⁵⁶⁶ “Artigo 7.º [...] 2. Para efeitos do disposto no nº 1, considera-se que uma informação possui um carácter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão. Neste contexto, no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um carácter preciso como também os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros”.

“divulgável”, por assim dizer, em algumas decisões sobre a configuração de fato relevante de divulgação obrigatória.

No PAS CVM nº RJ2012/14871⁵⁶⁷, a autarquia analisou a obrigação de divulgação, por companhia estrangeira com ações negociadas no mercado brasileiro, de informação sobre negociações de sua controlada indireta com o seu concorrente. O processo foi iniciado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra administradores da *Laep Investments Ltd.* (companhia estrangeira com certificados de depósito de valores mobiliários – BDR admitidos à negociação no Brasil) por suposta não divulgação de fato relevante. A discussão central do caso referiu-se à caracterização, como fato relevante, de uma possível associação entre uma controlada da companhia e a sua concorrente.

No julgamento do caso, o Colegiado da CVM entendeu, por unanimidade, que a negociação em andamento de uma operação societária caracteriza fato que deve ser divulgado, pois “[a]s tratativas e a expectativa da realização do negócio já são capazes de influenciar na decisão do investidor, que pode apostar, ou não, na sua concretização”⁵⁶⁸.

Conforme entendimento da CVM formado nesse caso, as informações sobre negociações em andamento podem causar oscilações na cotação e no volume de negócios, devendo ser objeto de divulgação imediata. Em situações como essas, “deve ser feita a correta divulgação de informações que por ventura tenham sido divulgadas de forma incorreta, incompleta, ou somente a determinados participantes do mercado”⁵⁶⁹. Como resultado desse entendimento, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, condenar os administradores, com aplicação de multa pecuniária para o administrador apontado como representante legal da companhia no Brasil e com advertência para os demais administradores.

No PAS CVM nº RJ2006/5928⁵⁷⁰, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa afirmou, em seu voto vencedor, que não é necessário que se conheça todos os elementos de um fato para que ele seja divulgável. Muitas vezes, a informação pode ser divulgada aos poucos,

⁵⁶⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2012/14871. Relatora diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 26/11/2013.

⁵⁶⁸ Parágrafo 14 do voto da Relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/14871 (vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2012/14871. Relatora diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 26/11/2013).

⁵⁶⁹ Parágrafo 14 do voto da Relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/14871 (vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2012/14871. Relatora diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 26/11/2013).

⁵⁷⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/04/2007.

conforme são conhecidos os seus desdobramentos⁵⁷¹. O processo nasceu de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra Francisco Silvério Morales Céspedes, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da São Paulo Alpargatas S.A., em razão de suposta não divulgação de fato relevante a respeito da contratação de um empréstimo. O Colegiado reconheceu a falha na divulgação e condenou o administrador, aplicando-lhe pena de advertência.

Por fim, pode-se citar a decisão da CVM no IA nº 22/99⁵⁷², relatado pelo Diretor Marcelo Trindade, na qual a CVM examinou se a divulgação de informações sobre fatos relevantes ainda em desenvolvimento teria gerado especulação e oscilação atípica na cotação de valores mobiliários. O caso, originado de relatório de inquérito elaborado por uma comissão, examinou a eventual falha de divulgação de fato relevante por administradores da Eletrobrás e da Light Participações S.A. sobre possível empreendimento no setor de transmissão de energia elétrica que envolveria diversas concessionárias do setor. Em seu voto, o Diretor relator ressaltou que informações sobre fatos relevantes devem ser divulgadas ao mercado assim que deixam de ser meros boatos⁵⁷³. No caso concreto, o Colegiado entendeu, por unanimidade, que não houve falha de divulgação, tendo absolvido os acusados.

Percebe-se, desse modo, que tal como o direito europeu, o direito brasileiro exige que a informação divulgada ao mercado tenha contornos precisos. A divulgação de informações subjetivas (planos, estimativas, projeções etc.) segue regras distintas, dispostas no artigo 20 da Instrução CVM nº 480/2009.

⁵⁷¹ “Para que um fato relevante seja divulgável não é preciso que se conheça todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. Por exemplo, se um dos alto-fornos de uma siderúrgica interrompe a produção por um tempo não determinado e isso possa alterar as decisões de investimento dos investidores, divulga-se a interrupção, mesmo que ainda não se tenha determinado a sua duração ou a perda estimada de produção. Essas outras informações podem ser divulgadas posteriormente, à medida que sejam de conhecimento da administração da companhia. Da mesma forma, se existem negociações para a aquisição de um concorrente, pode-se divulgar a existência das negociações e, posteriormente, a sua conclusão. Se, quando da conclusão, o preço ainda não estiver determinado, em uma nova oportunidade divulga-se o preço, se for informação relevante” (item 30 (iii) do voto do Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928. Vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/04/2007.).

⁵⁷² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Inquérito Administrativo nº 22/99. Relator diretor Marcelo F. Trindade. Julgado em 16/08/2001.

⁵⁷³ “Nada mais falso, a meu sentir: a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa do campo da mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza” (página 6 do voto do Relator Diretor Marcelo F. Trindade no Inquérito Administrativo nº 22/99. Vide BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Inquérito Administrativo nº 22/99. Relator diretor Marcelo F. Trindade. Julgado em 16/08/2001).

Quando a informação diz respeito a fato preciso, eventual teor enganoso pode resultar de falsidade ou imprecisão na forma da divulgação.

A informação falsa, como exposto na seção 3.4.1 *supra* com relação à decisão da Suprema Corte norte-americana no caso *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, é aquela que não corresponde aos fatos da realidade, como dados contábeis e financeiros incorretos, não importando se a falsidade foi resultado de ato doloso ou culposo da companhia que realizou a sua divulgação⁵⁷⁴.

Nesse sentido, é possível que informações sejam involuntariamente divulgadas de forma equivocada em função de erros operacionais e falhas pontuais, sendo que, mesmo nesses casos, podem gerar responsabilidade civil à companhia, ainda que esteja ausente o dolo (desde que a informação tenha materialidade)⁵⁷⁵.

A natureza imprecisa da informação, por outro lado, está associada à forma de sua divulgação. Em geral, a imprecisão decorre da omissão de algum dado relevante, sem o qual a informação é incompleta, ou de algum artifício que torna a informação confusa ou de difícil compreensão para o investidor médio.

A informação incompleta é aquela que, à época de sua divulgação, “não estava acompanhada de todos os elementos necessários à tomada de decisão de investimento”⁵⁷⁶. A imprecisão por omissão pode ser aferida por critério objetivo de análise, como, por exemplo nos casos em que a informação não incorpora algum fato de divulgação obrigatória segundo os preceitos legais ou por critério subjetivo, quando se busca determinar se a companhia deixou de incluir, na informação divulgada, algum fato que o investidor médio possa considerar relevante para sua decisão⁵⁷⁷.

O direito brasileiro, como já se viu, definiu a informação relevante a partir do viés subjetivo do investidor médio, embora a CVM tenha também estabelecido, no artigo 2º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021 (equivalente ao artigo 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002), um rol exemplificativo de hipóteses objetivamente consideradas como informações relevantes para fins de divulgação. Assim, tanto o critério objetivo, como o subjetivo, podem ser utilizados para examinar a incompletude de uma informação divulgada ao mercado.

⁵⁷⁴ “Tem-se reconhecido que o termo ‘falsidade’ também pode se referir a informações meramente equivocadas, incluídas por erro, negligência ou mero desconhecimento da realidade descrita. Prevalece, assim, a opinião de que a informação falsa deve ser relevante e necessária para o investimento para que se possa falar em responsabilidade de qualquer dos participantes na elaboração do prospecto” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 252)

⁵⁷⁵ Loc. cit.

⁵⁷⁶ Loc. cit.

⁵⁷⁷ Ibidem. p. 253.

Embora a discussão da informação omissa ainda seja incipiente no direito brasileiro, pode-se citar como exemplo a decisão da CVM no PAS CVM nº RJ2014/12710⁵⁷⁸, decorrente de acusação da Superintendência de Relações com Empresas contra Gelson da Silva Batista, na qualidade de Diretor Presidente e de Relações com Investidores da CCX Carvão da Colômbia S.A., na qual a autarquia analisou a precisão e a completude de fato relevante divulgado por companhia a respeito de memorando de entendimentos (MOU) referente à venda de determinados ativos de alto valor.

Dentre outras alegações, a área técnica da autarquia sustentou que a companhia não foi clara o suficiente a respeito da existência de condições para a concretização do negócio. Não obstante, ao analisar o caso, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, que os acionistas da companhia tinham condições de saber que aquele tipo de negócio estaria sujeito à satisfação de determinadas condições, como a necessidade de se realizar uma auditoria⁵⁷⁹. Portanto, eventual omissão acerca de todas as condições do negócio não seria capaz de induzir investidores ao erro. Em outras palavras, considerou-se que a informação supostamente omitida não era material e o Colegiado, por unanimidade de votos, decidiu absolver o administrador.

A divulgação de informação omissa também foi analisada no PAS CVM nº RJ2014/0578⁵⁸⁰, referente à acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas contra Eike Fuhrken Batista, na qualidade de administrador e acionista controlador da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e da OSX Brasil S.A., na qual se buscou determinar se a conduta do presidente do conselho de administração e acionista controlador da companhia teria configurado negociação com informação privilegiada (*insider trading*) e manipulação de preços, em função de determinadas operações de venda de ações e publicação de mensagens otimistas em rede social na internet quando já era de conhecimento da administração da companhia que seus campos de petróleo possuíam baixo potencial econômico (outros processos relacionados aos mesmos fatos serão analisados na seção 3.4.3 *infra*).

A CVM entendeu, por unanimidade de votos, que o acionista controlador da companhia que também ocupava o cargo de presidente do conselho de administração

⁵⁷⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/12710. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 05/12/2017.

⁵⁷⁹ Parágrafos 40 e 41 do voto Relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12710 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/12710. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 05/12/2017).

⁵⁸⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 27/05/2019.

divulgou informações omissas por meio de rede social, induzindo investidores a erro. Nos termos do voto do Relator, a autarquia decidiu que o acionista controlador “conseguiu criar uma falsa aparência material do que realmente existia na Companhia”, ocultando a realidade sobre o baixo potencial econômico de seus ativos “de sorte a enganar os investidores e, com isso, influenciar a cotação das ações da Companhia”⁵⁸¹. Desse modo, decidiu-se pela condenação do acusado, com pena de multa pecuniária e inabilitação temporária para o exercício de cargo de administração de companhia aberta.

A informação pode ser imprecisa, ainda, por conduta comissiva por meio de artifícios e circunstâncias não necessariamente dolosos que tornam a divulgação confusa, demandando esforço do investidor médio para sua compreensão ou até mesmo induzindo-o a erro. Pode-se citar como exemplo de imprecisão a informação “enterrada” em prospectos, isto é, divulgada em meio a um emaranhado de outras informações⁵⁸².

As informações enterradas foram abordadas em decisão de tribunal norte-americano de primeira instância no caso *Kohn v. American Metal Climax, Inc.*⁵⁸³, ajuizado por detentores de certificados de depósitos de valores mobiliários (*American Depositary Receipts*) da *Roan Selection Trust, Ltd.*, uma companhia constituída na Zâmbia, para impedir a fusão da companhia com a *American Metal Climax Company* sob a alegação de que a proposta da operação foi apresentada aos acionistas com informações enganosas. Segundo os autores da demanda, a proposta da operação afirmava que a fusão era consequência inevitável da nacionalização da *Roan Selection Trust, Ltd.*, mas em momento algum justificava a afirmação.

Ao analisar o caso, o Tribunal determinou que: (i) quanto mais material for um fato, mais destaque deve ser dado a ele nos instrumentos de divulgação; e (ii) fatos materiais não podem ser “enterrados” nas divulgações ao mercado, devendo ser dado o devido destaque a essas informações, por exemplo, colocando-as na primeira página em negrito⁵⁸⁴. Por ter

⁵⁸¹ Parágrafo 113 da manifestação de voto do Relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2014/0578 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 27/05/2019).

⁵⁸² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 253-254.

⁵⁸³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. U.S. District Court for the Eastern District of Pennsylvania. Ação Civil nº 70-933, Relator Thomas Ambrose Masterson, julgado em 25/11/1970. Referência original: *Kohn v. American Metal Climax, Inc.*, 322 F. Supp. 1331 (E.D. Pa. 1971).

⁵⁸⁴ “The Securities Exchange Act requires more than disclosure, it requires adequate disclosure. The more material the facts, the more they should be brought to the attention of the public. To view it otherwise would be to invite frustration of the policies underlying our disclosure laws. Accordingly, we have found certain facts to be ‘buried’ in the explanatory materials. These facts should have in some way been highlighted to ensure that the shareholders were aware of them. We need not speculate as to how this should have been done. One obvious way does, however, come to mind, namely, these facts could have been placed on the cover page in bold-face

entendido que a companhia deixou de divulgar informações que seriam materiais para a tomada de decisão dos acionistas (especificamente, que a fusão não era consequência necessária da nacionalização da Roan Selection Trust, Ltd.), o Tribunal condenou a companhia nesse ponto.

A necessidade de dar às informações materiais o devido destaque foi reforçada em *Greenapple v. Detroit Edison Co.*⁵⁸⁵. O caso originou-se de demanda proposta por acionista da *Detroit Edison Company*, que adquiriu ações da companhia em uma oferta pública. Nesse caso, em que se discutiu se a glosa de um dado contábil tornou a divulgação imprecisa, o Tribunal do 2º Circuito norte-americano afastou a responsabilização do emissor, pois não identificou violações informacionais pela companhia, mas forneceu os seguintes parâmetros quanto à forma da divulgação ao mercado: (i) as divulgações devem ser feitas de forma padronizada, compreensível e precisa; e (ii) os materiais de divulgação não podem afundar fatos relevantes em meio a uma enchente de informações nem subestimar a sua importância por meio de um tratamento descuidado⁵⁸⁶.

No caso *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*⁵⁸⁷, referente a processo ajuizado por acionistas da *Middle South Utilities, Inc.*, o tribunal do 5º Circuito norte-americano foi mais enfático quanto à possibilidade de haver imprecisão na divulgação ao mercado em função da

type. Nevertheless, their present location is not justified by their importance, especially in view of the length and complexity of the explanatory materials”. Tradução livre: “A Lei das Bolsas de Valores exige mais que divulgação, exige a divulgação adequada. Quanto mais materiais forem os fatos, maior é a necessidade de trazê-los ao conhecimento do público. Encarar a questão de forma distinta faria com que fossem frustradas as políticas subjacentes às normas de divulgação. Deste modo, identificamos certos fatos ‘enterrados’ nos materiais de explicação. Estes fatos deveriam de alguma forma ter sido destacados para garantir que os acionistas estavam cientes deles. Não precisamos especular sobre como isso deveria ter sido feito. Uma forma óbvia, no entanto, vem à mente, isto é, estes fatos devem ter sido colocados na primeira página em negrito. De qualquer forma, a sua localização atual não é justificada pela sua importância, especialmente em vista da extensão e da complexidade dos materiais de explicação”.

⁵⁸⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 79-7352, Relator Thomas Meskill, julgado em 17/03/1980. Referência original: *Greenapple v. Detroit Edison Co.*, 618 F.2d 198 (2d Cir. 1980).

⁵⁸⁶ “Mandatory registration of such materials with the SEC is intended to ensure that the factors entering into prudent investment decisions are depicted in a standardized, comprehensible, and accurate manner [...] Given these factors, disclosure in a prospectus must steer a middle course, neither submerging a material fact in a flood of collateral data, nor slighting its importance through seemingly cavalier treatment”. *Greenapple v. Detroit Edison Co.*, 618 F.2d 198, 210 (2d Cir. 1980). Tradução livre: “O registro obrigatório de tais materiais perante a SEC tem a intenção de garantir que os fatores envolvidos na tomada de decisão são transmitidos de forma padronizada, compreensível e precisa. [...] Em vista destes fatores, a divulgação no prospecto deve seguir o caminho do meio, sem afogar um fato material em uma enchente de informações irrelevantes, mas sem também subestimar a sua importância por um tratamento indiferente”.

⁵⁸⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Fifth Circuit. Apelação nº 87-3081, Relatora Carolyn Dineen King, julgado em 07/06/1988. Referência original: *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, 847 F.2d 186 (5th Cir. 1988).

forma pela qual as informações são transmitidas, decidindo que, em determinadas circunstâncias, ênfase e glosa podem gerar responsabilidade civil por falhas de divulgação⁵⁸⁸.

A ação foi motivada pela alegação dos autores de que mais de 40 (quarenta) trechos em 12 (doze) documentos de divulgação periódica da companhia continham informações enganosas. Ao entender que as informações poderiam ter levado investidores a erro, o Tribunal revogou a decisão da instância inferior, que havia sido favorável à companhia.

A importância da forma da divulgação não foi subestimada no direito brasileiro. Tanto a Instrução CVM nº 400/2003, como a Instrução CVM nº 480/2009, estabelecem formatos específicos em seus anexos que devem ser seguidos na confecção de prospectos e materiais de divulgação periódica, como o formulário de referência.

A divulgação pode ainda ser considerada imprecisa se demandar esforço para que o investidor médio a compreenda. Pode-se citar o exemplo de informação que é fornecida de forma dispersa, assistemática, exigindo, para sua adequada compreensão, que o investidor monte um verdadeiro quebra-cabeça de dados esparsos.

Essa foi a conclusão do Tribunal do 11º Circuito norte-americano em *Kennedy v. Tallant*⁵⁸⁹, no qual se decidiu que a divulgação de fatos isolados que revelam uma informação relevante quando reunidos, não pode ser considerada regular⁵⁹⁰. A ação foi ajuizada por um investidor, Allen V. Kennedy, contra os fundadores da *Preferred Land Corporation*, Fred C. Tallant, Sr. e William M. Womack, Jr., com base na alegação de que os materiais de divulgação da oferta de ações da companhia não revelaram de forma adequada informações materiais sobre o novo empreendimento. O Tribunal confirmou a decisão da instância inferior pela condenação dos réus.

Examinadas a falsidade e a imprecisão de informações objetivas, cumpre, em seguida, analisar os critérios de aferição da imprecisão no caso de informações subjetivas.

⁵⁸⁸ “[E]mphasis and gloss can, in the right circumstances, create liability under both section 11 of the 1933 Act and Rule 10b-5”. *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, 847 F.2d 186, 203 (5th Cir. 1988). Tradução livre: “[Ê]nfase e destaque podem, nas circunstâncias certas, criar responsabilidade sob a seção 11 da Lei de 1933 e Regra 10b-5”.

⁵⁸⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 78-2167, Relator Lewis R. Morgan, julgado em 28/07/1983. Referência original: *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711 (11th Cir. 1983).

⁵⁹⁰ “Full and fair disclosure cannot be achieved through piecemeal release of subsidiary facts which if stated together might provide a sufficient statement of the ultimate fact”. *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711, 720 (11th Cir. 1983). Tradução livre: “Divulgação justa e completa não pode ser obtida por divulgações parciais de fatos acessórios que, se postos de forma conjugada podem fornecer uma declaração suficiente de um fato”.

3.4.3 A informação subjetiva enganosa: a informação subjetiva eivada de imprecisão enganosa

Enquanto informações objetivas (ou factuais) dizem respeito a fatos precisos e bem definidos, informações subjetivas consistem em opiniões, estimativas, planos e projeções. São, portanto, inerentemente imprecisas e aleatórias. Em função dessa característica específica, não basta analisar se uma informação subjetiva é imprecisa ou não, mas sim se a imprecisão, nas circunstâncias do caso concreto, possui potencial de induzir investidores a erro.

Antes de se adentrar à questão específica da imprecisão enganosa de informações subjetivas, deve-se lembrar que sua divulgação somente poderá gerar pretensão indenizatória para o investidor caso a informação subjetiva seja dotada de materialidade. Assim, opiniões genéricas de que um valor mobiliário é um bom investimento ou declarações semelhantes podem ser consideradas imateriais, pois não alteram o conjunto total de informações que o investidor possui⁵⁹¹.

Em qualquer discussão sobre a responsabilidade civil de companhias pelas informações divulgadas ao mercado, o primeiro obstáculo a ser superado pela parte que pleiteia ressarcimento é o da demonstração da materialidade da informação que se julga enganosa.

Em geral, para se evitar que a informação subjetiva seja enganosa, é preciso que: (i) sejam feitos alertas sobre a natureza incerta da informação; e (ii) se garanta que as informações sejam factíveis e fundamentadas em fatos verdadeiros⁵⁹².

A inclusão de alertas sobre a incerteza da informação subjetiva em materiais de divulgação é, geralmente, tida como forma adequada de evitar que investidores sejam levados a erro. No direito brasileiro, a regra encontra-se refletida no artigo 20, II, da Instrução CVM nº 480/2009, o qual determina que informações subjetivas divulgadas por companhias sejam “identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho”; no entanto, foi o direito norte-americano que deu contornos mais precisos à matéria.

A questão dos alertas na divulgação de informações subjetivas foi discutida em detalhes na decisão do tribunal do 3º Circuito norte-americano em *Kaufman v. Trump's Castle*

⁵⁹¹ Jennifer O'Hare explica que, nesses casos, a discussão central recai sobre a materialidade da declaração otimista divulgada pela companhia, sendo possível que a responsabilidade do emissor seja afastada por meio da “puffery defense”, ou seja, a defesa de que a declaração era claramente exagerada ou de caráter publicitário (O'HARE, Jennifer. The resurrection of the Dodo: The unfortunate re-emergence of the puffery defense in private securities fraud actions. *Ohio State Law Journal*, Columbus, v. 59, p. 1697-1740, 1998. p. 1698-1699).

⁵⁹² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 253.

*Funding*⁵⁹³, que se tornou referência sobre o assunto. A demanda foi iniciada por diversos investidores que adquiriram títulos de dívida emitidos para financiar a construção do cassino Taj Mahal, na cidade de *Atlantic City*, em Nova Jersey, Estados Unidos da América, os quais requereram ressarcimento de Donald J. Trump e diversas de suas sociedades, que seriam responsáveis pelo desenvolvimento do projeto.

No caso, examinou-se se seria enganosa a afirmação, contida em um prospecto de emissão de títulos de dívida (*bonds*), de que as receitas do projeto financiado seriam suficientes para pagar os valores devidos aos credores. Os autores da ação alegaram que a afirmação seria enganosa, pois o emissor não possuía convicção genuína ou razoável de que a informação estaria correta⁵⁹⁴.

Ao analisar o conteúdo do prospecto, o tribunal constatou que havia inúmeras advertências específicas quanto à natureza arriscada e especulativa do investimento, podendo resultar em um alto retorno ou, alternativamente, em nenhum retorno ou mesmo em perda financeira. Portanto, o tribunal manteve a decisão de instâncias inferiores no sentido de absolver os réus, entendendo que a informação sobre a opinião do emissor de que seria capaz de pagar as dívidas contraídas junto a compradores dos seus títulos não seria enganosa, pois teria sido acompanhada das devidas advertências⁵⁹⁵.

⁵⁹³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Third Circuit. Apelação nº 92-5350, Relator Edward R. Becker, julgado em 14/10/1993. Referência original: Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993).

⁵⁹⁴ “Plaintiffs ground their lawsuits in the text of the prospectus. Their strongest attack focuses on the ‘Management Discussion and Analysis’ (‘MD & A’) section of the prospectus, which stated: ‘The Partnership believes that funds generated from the operation of the Taj Mahal will be sufficient to cover all of its debt service (interest and principal).’ [...] The plaintiffs’ primary contention is that this statement was materially misleading because the defendants possessed neither a genuine nor a reasonable belief in its truth”. Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “A fundamentação da ação dos autores recai sobre o texto do prospecto. O ataque mais forte é focado na seção ‘Discussões e Análises da Administração’ (‘MD&A’) do prospecto, que declarava: ‘A Sociedade acredita que as receitas geradas pelas operações do Taj Mahal serão suficientes para cobrir o serviço da dívida (juros e principal)’. [...] A principal alegação dos autores é que esta declaração era materialmente enganosa por que os réus não possuíam crença genuína ou razoável de sua veracidade”.

⁵⁹⁵ “The prospectus at issue contained an abundance of warnings and cautionary language which bore directly on the prospective financial success of the Taj Mahal and on the Partnership’s ability to repay the bonds. We believe that given this extensive yet specific cautionary language, a reasonable factfinder could not conclude that the inclusion of the statement ‘[t]he Partnership believes that funds generated from the operation of the Taj Mahal will be sufficient to cover all of its debt service (interest and principal)’ would influence a reasonable investor’s investment decision. More specifically, we believe that due to the disclaimers and warnings the prospectus contains, no reasonable investor could believe anything but that the Taj Mahal bonds represented a rather risky, speculative investment which might yield a high rate of return, but which alternatively might result in no return or even a loss. We hold that under this set of facts, the bondholders cannot prove that the alleged misrepresentation was material”. Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “O prospecto em questão continha uma abundância de avisos e linguagem acautelatória que dizia respeito diretamente ao sucesso financeiro do Taj Mahal e da capacidade da Sociedade de pagar as dívidas. Acreditamos que, dada esta extensa e específica linguagem acautelatória, um examinador razoável não poderia concluir que a inclusão da declaração ‘[a] Sociedade acredita que receitas geradas pela operação do Taj Mahal serão suficientes para cobrir o serviço da dívida (juros e principal)’ influenciaria a decisão de investimento de um investidor

Para chegar a essa conclusão, o tribunal aplicou a teoria da “*bespeaks caution doctrine*” ou, em tradução livre, a teoria do aviso de cautela. Segundo a tese, estimativas, opiniões e projeções deveriam ser acompanhadas por alertas de cautela significativos e específicos, de modo a afastar qualquer alegação de que as informações subjetivas poderiam levar o investidor a erro. Caso os devidos alertas fossem dados, a imprecisão da informação subjetiva não seria material e, portanto, seria incapaz de alterar a decisão de investimento⁵⁹⁶. A teoria do aviso de cautela não seria aplicável caso os alertas fornecidos fossem genéricos, vagos ou demasiadamente amplos, sendo necessário que os alertas sejam específicos e amoldados aos riscos atrelados ao valor mobiliário ofertado⁵⁹⁷.

A teoria do aviso de cautela foi utilizada em diversos casos, mas a análise exaustiva de todas as decisões a seu respeito seria desnecessária e excessiva para os fins do presente trabalho. Cumpre observar, no entanto, que a teoria tem como resultado prático a mudança de foco do exame dos fatos: a imprecisão da informação em si perde relevância, sendo substituída pela análise da sua materialidade e da confiança (*reliance*) do investidor⁵⁹⁸. Isto é,

razoável. Mais especificamente, acreditamos que, em função das ressalvas e avisos que o prospecto contém, nenhum investidor razoável poderia acreditar em qualquer coisa exceto que os títulos de dívida do Taj Mahal representam um investimento arriscado e especulativo, que poderia gerar um alto retorno, ou poderia resultar em retorno algum ou mesmo em perda. Decidimos que, neste conjunto de fatos, os credores não podem provar que a alegada declaração incorreta era material”.

⁵⁹⁶ “Nevertheless, we can state as a general matter that, when an offering document’s forecasts, opinions or projections are accompanied by meaningful cautionary statements, the forward-looking statements will not form the basis for a securities fraud claim if those statements did not affect the ‘total mix’ of information the document provided investors. In other words, cautionary language, if sufficient, renders the alleged omissions or misrepresentations immaterial as a matter of law”. Kaufman v. Trump’s Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “De qualquer forma, Podemos afirmar, de forma geral, quando as previsões, opiniões ou projeções de um documento de oferta é acompanhada de um aviso substancial, as informações prospectivas não formarão a base de uma reclamação de fraude no mercado de valores mobiliários se as declarações não tiverem afetado o ‘mix total’ de informações que o documento forneceu a investidores. Em outras palavras, linguagem acautelatória, se suficiente, faz com que as omissões e incorreções alegadas sejam imateriais para os fins legais”.

⁵⁹⁷ “The bespeaks caution doctrine is, as an analytical matter, equally applicable to allegations of both affirmative misrepresentations and omissions concerning soft information. Whether the plaintiffs allege a document contains an affirmative prediction/opinion which is misleading or fails to include a forecast or prediction which failure is misleading, the cautionary statements included in the document may render the challenged predictive statements or opinions immaterial as a matter of law. Of course, a vague or blanket (boilerplate) disclaimer which merely warns the reader that the investment has risks will ordinarily be inadequate to prevent misinformation. To suffice, the cautionary statements must be substantive and tailored to the specific future projections, estimates or opinions in the prospectus which the plaintiffs challenge”. Kaufman v. Trump’s Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “A teoria do aviso de cautela é, do ponto de vista analítico, igualmente aplicável a alegações de omissões e incorreções de informações subjetivas. Se o autor alega que um documento contém uma predição/opinião afirmativa que é enganosa ou falha em incluir uma previsão ou predição que gera enganiosidade, a linguagem acautelatória incluída no documento pode fazer com que as declarações preditivas ou opiniões se tornem imateriais para todos os fins legais. É claro que um aviso vago ou genérico que meramente chame a atenção do leitor para o fato de que investimentos são arriscados serão inadequados para prevenir a desinformação. Para ser suficiente, a declaração acautelatória deve ter substância e ser feita especificamente para as projeções, estimativas e opiniões futuras do prospecto que os autores contestam.”

⁵⁹⁸ “Courts applying the bespeaks caution doctrine typically inquire into two separate but related elements of cases in which misrepresentations are made to investors: materiality and reasonable reliance. Under the rubric of

admitindo-se que a informação era imprecisa, busca-se determinar se a existência de alertas sobre a imprecisão fez com que eventual falha informacional se tornasse imaterial e se era razoável que investidores depositassem a sua confiança na precisão da informação.

A ampla aceitação da teoria do aviso de cautela resultou em sua codificação no ordenamento jurídico norte-americano em 1995, por meio do *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA)⁵⁹⁹, o qual estabeleceu que imprecisões em informações prospectivas não geram responsabilidade à companhia caso: (i) sejam acompanhadas de alertas substanciais que identifiquem fatores que possam fazer com que as informações prospectivas não se concretizem; ou (ii) sejam imateriais⁶⁰⁰.

Além dos necessários alertas, é necessário também que a informação subjetiva seja factível e tenha base em dados verdadeiros. De nada adiantaria que alertas fossem feitos sobre

‘materiality’, cautionary language operates within the total mix of available information to render immaterial otherwise material misrepresentations. Under ‘reasonable reliance’, cautionary language renders possibly misleading statements harmless because an investor could not reasonably rely upon them” (LURVEY, Jonathan B. Who is bespeaking to whom? Plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements. *Duke Law Journal*, Durham, v. 45, p. 579-610, 1995. p. 588). Tradução livre: “Ao aplicar a teoria do aviso de cautela, os tribunais tipicamente examinam dois elementos distintos, mas relacionados, de casos em que declarações incorretas são feitas para investidores: materialidade e confiança razoável. Sob a rubrica ‘materialidade’, a linguagem acautelatória opera dentro do mix total de informações disponíveis para tornar imaterial uma declaração que, sob outras circunstâncias, seria material. Sob a rubrica ‘confiança razoável’, a linguagem acautelatória faz com que declarações possivelmente incorretas sejam inofensivas, pois um investidor não poderia razoavelmente confiar nelas”.

⁵⁹⁹ “The recently enacted Private Securities Litigation Reform Act amends the federal securities laws to include a safe harbor for forward-looking statements” (Ibidem. p. 579). Tradução livre: “A Lei de Reforma de Litígios Privados de Valores Mobiliários recentemente promulgada altera as leis de valores mobiliários para incluir um salvo conduto para informações prospectivas”.

⁶⁰⁰ Para que uma informação prospectiva gere responsabilidade daquele que a divulga, é necessário que o autor da ação prove que a divulgação foi autorizada por administrador que tinha conhecimento da imprecisão e, ademais, que os devidos alertas não tenham sido dados. Vide o texto do dispositivo legal em questão: “(1) In general: Except as provided in subsection (b), in any private action arising under this subchapter that is based on an untrue statement of a material fact or omission of a material fact necessary to make the statement not misleading, a person referred to in subsection (a) shall not be liable with respect to any forward-looking statement, whether written or oral, if and to the extent that (A) the forward-looking statement is (i) identified as a forward-looking statement, and is accompanied by meaningful cautionary statements identifying important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement; or (ii) immaterial; or (B) the plaintiff fails to prove that the forward-looking statement (i) if made by a natural person, was made with actual knowledge by that person that the statement was false or misleading; or (ii) if made by a business entity, was (I) made by or with the approval of an executive officer of that entity, and (II) made or approved by such officer with actual knowledge by that officer that the statement was false or misleading”. Tradução livre: “(1) Em geral: Exceto conforme disposto na subseção (b), em qualquer ação privada ajuizada sob este subcapítulo que seja baseada em uma declaração falsa de um fato material ou omissão de um fato material necessário para fazer com que uma declaração não seja incorreta, uma pessoa nos termos da subseção (a) não será responsável com relação a qualquer declaração prospectiva, seja escrita ou oral, se e na medida em que (A) a declaração prospectiva é (i) identificada como declaração prospectiva, e é acompanhada por substanciais avisos de cautela identificando importantes fatores que poderiam fazer com que o resultado divirja materialmente daqueles previstos na declaração prospectiva; ou (ii) imaterial; ou (B) o autor não demonstre que a declaração prospectiva (i) se feita por uma pessoa física, foi fornecida com o conhecimento de fato daquela pessoa de que a declaração era falsa ou enganosa; ou (ii) se feita por uma pessoa jurídica, foi (I) fornecida com ou mediante aprovação de um diretor da entidade; e (II) fornecida ou aprovada por tal diretor com conhecimento de que a declaração era falsa ou enganosa”.

a incerteza de informação se os seus fundamentos não encontrassem suporte fático razoável. Por exemplo, alertas sobre a incerteza de estimativas sobre o crescimento de receitas divulgadas por uma companhia não serão suficientes para eximi-la de responsabilidade caso se constate, no caso concreto, que a companhia já tinha conhecimento de fatos que tornavam tais estimativas não factíveis.

Não por acaso, o artigo 20, III e IV, da Instrução CVM nº 480/2009 exige que projeções e estimativas, quando divulgadas pela companhia, sejam razoáveis e venham acompanhadas de premissas relevantes, parâmetros e metodologias adotados. Ao estabelecer essa exigência, a CVM deixa claro que as informações subjetivas devem ter fundamento fático razoável.

A imprecisão de informações prospectivas em função de ausência de fundamento em fatos verdadeiros foi analisada pela CVM no PAS CVM nº RJ2014/6517⁶⁰¹, originado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra diversos administradores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. em função da divulgação de informações com conteúdo excessivamente otimista. A acusação girava em torno da divulgação de fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas e financeiras de companhia do setor de petróleo e gás quando sua administração já tinha conhecimento do baixo potencial econômico de seus principais campos de petróleo.

Apesar de o caso ter versado sobre a responsabilidade (na seara administrativa) dos administradores da companhia em função da divulgação de informações imprecisas ao mercado, os parâmetros utilizados pela CVM para analisar a incorreção das divulgações podem ser utilizados para fins de aferição da responsabilidade civil da companhia⁶⁰².

No caso, a área técnica da autarquia identificou diversos fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas de poços de petróleo que eram acompanhados de avaliações alegadamente prematuras e sem fundamento, com a utilização de expressões como “altamente promissoras”, “grande potencial”, “expressiva frente de novas possibilidades”, “importantíssimo potencial petrolífero”, dentre outras semelhantes⁶⁰³. Os fatos relevantes

⁶⁰¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25/06/2019.

⁶⁰² Ressalta-se que a distinção entre a responsabilidade do administrador e a da companhia será feita na seção 4 deste trabalho.

⁶⁰³ Vide o parágrafo 7 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Ainda sobre as publicações, a SEP destacou que em 38 dos fatos relevantes Paulo Mendonça fez comentários pessoais a respeito das descobertas, frisando os seguintes trechos (fls. 2.162 a 2.165): a) em 07.10.2009: ‘OGX-1 representa o começo de uma campanha exploratória altamente promissora’; b) em 30.11.2009: ‘a identificação de uma expressiva coluna com hidrocarbonetos em reservatórios de alta qualidade na seção do Albiano superou nossas expectativas’; c) em 05.03.2010: ‘a província recentemente descoberta se estende também até o norte do bloco BM-C-41, ratificando o seu importantíssimo

teriam sido divulgados durante o ano de 2009, quando não havia dados suficientes para atestar o potencial comercial dos poços. Ao longo de 2011 e de 2012, a companhia teve acesso a dados que demonstravam baixo potencial comercial dos seus ativos e, por meio de estudos conduzidos por um grupo de trabalho, concluiu-se pela inviabilidade econômica da exploração dos campos de petróleo⁶⁰⁴.

Muito embora os administradores já soubessem, em 2012, que os campos de petróleo possuíam baixo potencial comercial, a companhia divulgou, em março de 2013, fato relevante comunicando a entrega de declaração de comercialidade referente a alguns de seus ativos, sem, no entanto, alertar o mercado sobre os problemas que a sua exploração econômica acarretaria⁶⁰⁵. Apenas em julho de 2013, a companhia informou ao mercado, por meio de fato relevante, que não possuía tecnologia capaz de tornar economicamente viáveis os seus campos⁶⁰⁶.

Deve-se atentar, antes de se adentrar nos detalhes da decisão da CVM, para o enquadramento legal da conduta adotado pela área técnica. A divulgação de informações imprecisas ao mercado foi enquadrada como manipulação de preços, nos termos dos itens I e II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979⁶⁰⁷, no caso de determinados administradores que alienaram ações no mercado logo após as divulgações⁶⁰⁸ enquanto a divulgação de fato relevante com informações imprecisas sem a demonstração de vantagem específica auferida pelos administradores foi considerada como violação do dever de diligência na divulgação de

potencial petrolífero”; d) em 12.04.2010: “[o poço] vem confirmar o grande potencial desta bacia em diversas idades geológicas, abrindo, portanto, uma expressiva frente de novas possibilidades para estes reservatórios”; e) em 11.08.2010: “o que sinaliza para uma coluna potencialmente superior à já encontrada neste bloco. Esse resultado reforça a atratividade desta região mais ao norte da bacia de Campos, que pode representar uma nova província de grande importância para a nossa Companhia”.

⁶⁰⁴ Vide parágrafos 9 a 13 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶⁰⁵ Vide parágrafo 17 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Em 13.03.2013, a OGX divulgou fato relevante no qual informou que submeteu à ANP a declaração de comercialidade das acumulações Pipeline, Fuji e Ilimani, tendo informado uma estimativa de volume in situ total de 521 mmboe (P90), 823 mmboe (P50) e 1339 mmboe (P10). Com relação ao conteúdo desse comunicado, a área técnica concluiu que os administradores teriam induzido a erro os investidores ao publicar fato relevante que informava a entrega à ANP da declaração de viabilidade dos Campos sem alertar que a viabilidade ainda era objeto de grandes incertezas, conduta que violaria os deveres de cuidado e diligência estabelecidos na lei societária”.

⁶⁰⁶ Vide parágrafos 18 e 19 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶⁰⁷ Confira-se a redação dos dispositivos: “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

⁶⁰⁸ Conforme parágrafo 56 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

informações ao mercado, nos termos do artigo 153, da Lei nº 6.404/1976 (dever de diligência), combinado com o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009⁶⁰⁹.

Em outras palavras, a área técnica da CVM entendeu que a divulgação imprecisa poderia ser enquadrada em 2 (duas) infrações distintas, a depender da culpa do administrador: (i) no caso de ato doloso, haveria manipulação de preços por meio de divulgações imprecisas ao mercado; e (ii) no caso de ato culposo, haveria violação do dever de diligência pela divulgação de informações imprecisas ao mercado.

Com relação à acusação de manipulação de preços, a CVM entendeu, nos termos do voto do relator, que as divulgações feitas em 2009 não foram inadequadas, levando-se em consideração que a companhia era, naquele momento, pré-operacional, sendo as suas perspectivas de rentabilidade dependentes, justamente, da descoberta de novos campos⁶¹⁰.

Ademais, a companhia teria incluído, em suas divulgações, alertas – embora padronizados e genéricos – sobre o risco de que os resultados reais divergissem das suas expectativas⁶¹¹. Assim, conclui-se que não teria sido demonstrada a utilização de ardil para manipulação de mercado, muito embora tivesse havido declarações com “um tom acima do que seria recomendado às circunstâncias”⁶¹².

Já com relação à infração do dever de diligência, o exame concentrou-se no conteúdo do fato relevante divulgado em março de 2013, quando a companhia informou ao mercado que havia apresentado declaração de comercialidade referente a seus ativos, sem, no entanto, alertar sobre o seu baixo potencial econômico. A esse respeito, a CVM entendeu, nos termos do voto do relator, que a acusação tinha razão “ao afirmar que a simples leitura desta afirmação contida no aviso de fato relevante induziu o investidor a acreditar que a viabilidade econômica dos Campos estava mais próxima de se concretizar do que o contrário”⁶¹³.

Nesse sentido, ao discorrer sobre o dever de diligência de um diretor da companhia que revisou o fato relevante antes de sua divulgação ao mercado, o Diretor Gustavo Machado

⁶⁰⁹ Como já abordado na seção 2, o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009 impõe ao emissor a obrigação de divulgar “informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

⁶¹⁰ Vide parágrafo 78 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Afinal, não é razoável supor que estes investidores não poderiam ser influenciados de maneira ponderável pela descoberta de indícios de hidrocarbonetos e pelas estimativas desta decorrentes simplesmente por ser incerto o desenvolvimento viável da área onde o poço foi perfurado, notadamente porque as principais informações da OGX naquele estágio pré-operacional referiam-se justamente às perspectivas e projeções advindas de estudos técnicos e das perfurações realizadas pela Companhia”.

⁶¹¹ Parágrafo 91 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶¹² Parágrafo 97 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶¹³ Parágrafo 116 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

Gonzalez afirmou, em sua manifestação de voto, que houve omissão de “informação material no Fato Relevante, na medida em que este transmitia uma impressão de que os negócios da Companhia evoluíam em boa marcha”⁶¹⁴. A Diretora Flávia Sant’Anna Perlingeiro, por sua vez, asseverou “que houve divulgação de fato relevante omissivo, tendo em vista que silente acerca das substanciais incertezas que haviam sido identificadas com relação à viabilidade econômica da exploração dos Campos”⁶¹⁵.

Do mesmo modo, o Diretor Presidente da CVM na ocasião do julgamento, Marcelo Barbosa, embora tenha discordado sobre o enquadramento legal da conduta dos acusados feito pela área técnica (como violação de dever de diligência), concordou que a informação divulgada pela companhia foi imprecisa, pois, à época de sua divulgação, havia incertezas com relação aos fatos que poderiam influenciar a decisão de investidores⁶¹⁶. As incertezas só poderiam ter sido retiradas do conteúdo do fato relevante, sem torná-lo impreciso, caso (i) não tivessem relação direta com as informações divulgadas e (ii) sua omissão não compromettesse a veracidade ou compreensão das informações divulgadas⁶¹⁷.

Portanto, percebe-se que a CVM entende que uma divulgação pode ser enganosa caso o seu conteúdo não reflita adequadamente os fatos que são conhecidos pela companhia, de modo a criar uma assimetria de informações que possa induzir o investidor a erro. Como resultado do julgamento, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria (vencido o Diretor Presidente Marcelo Barbosa, que discordou do enquadramento legal da infração, como explicado acima), condenar o Diretor Presidente da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., e, por unanimidade, condenar o seu Diretor de Relações com Investidores e absolver os demais administradores.

⁶¹⁴ Parágrafo 9 da manifestação de voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶¹⁵ Parágrafo 1 da manifestação de voto da Diretora Flávia Sant’Anna Perlingeiro no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

⁶¹⁶ Assim, “na data da publicação do Fato Relevante, havia informações que, embora inconclusivas, tinham o potencial de influir de modo ponderável na decisão dos investidores de negociar as ações da Companhia” (parágrafo 3 da manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517).

⁶¹⁷ “Com efeito, havendo a administração decidido divulgar o Fato Relevante, a não inclusão em tal comunicado de informações a respeito das Incertezas, tendo em vista a necessidade de atendimento ao disposto no art. 14 da Instrução CVM no 480/09, somente seria lícita diante de evidências de que: (i) as Incertezas não tinham relação direta com as informações divulgadas no Fato Relevante; ou (ii) sua não inclusão não comprometeria a veracidade ou compreensão do conteúdo do Fato Relevante, evidências estas que poderiam ter sido identificadas no âmbito de detida análise da administração” (parágrafo 15 da manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517).

Decisão semelhante foi tomada pela Suprema Corte norte-americana em *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*⁶¹⁸. O caso foi proposto por um acionista da Omnicare, Inc. contra a própria companhia e a controvérsia no caso girou em torno de declarações do emissor sobre a efetividade de seus controles internos de integridade, levando-se em consideração que já havia denúncias internas sobre pagamentos ilícitos cometidos por prepostos da companhia.

A decisão da Suprema Corte norte-americana determinou que é necessário analisar, nesses casos, se: (i) a omissão gerou imprecisão por demonstrar que o emissor não possuía fundamento fático para dar a declaração; e (ii) outras informações divulgadas pela companhia, quando postas em contexto com a declaração imprecisa, seriam capazes de evitar que ela fosse enganosa para o investidor médio⁶¹⁹.

A decisão do Tribunal afastou a hipótese de que uma opinião da companhia sobre a efetividade de seus controles internos seria falsa apenas em função de ter havido indícios de que tais controles teriam falhado na prática, mas determinou que as instâncias inferiores analisassem o caso novamente para determinar se teria havido omissão de informações materiais.

Percebe-se que a decisão da Suprema Corte está alinhada com o entendimento manifestado no voto do Diretor Presidente da autarquia Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517: ao divulgar informações subjetivas (estimativas, planos, opiniões etc.), o emissor deve revelar todos os elementos necessários para a sua correta compreensão, inclusive com relação ao grau de incerteza associado às informações divulgadas.

Em síntese, em função da imprecisão inerente às informações subjetivas, é necessário que: (i) a sua divulgação seja acompanhada de alertas sobre a sua natureza incerta; e (ii) elas tenham fundamento em fatos verdadeiros, sem omissões que possam distorcer a percepção de

⁶¹⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 13-435, Relatora Elena Kagan, julgado em 24/03/2015. Referência original: *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. ____ (2015).

⁶¹⁹ “Assuming the Funds clear those hurdles, the court must ask whether the alleged omission rendered Omnicare’s legal compliance opinions misleading in the way described earlier—i.e., because the excluded fact shows that Omnicare lacked the basis for making those statements that a reasonable investor would expect. [...] Further, the analysis of whether Omnicare’s opinion is misleading must address the statement’s context. [...] That means the court must take account of whatever facts Omnicare did provide about legal compliance, as well as any other hedges, disclaimers, or qualifications it included in its registration statement”. *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. ____ (2015). Tradução livre: “Assumindo que os Fundos ultrapassem estes obstáculos, o tribunal deve perguntar se as omissões alegadas fizeram com que as opiniões do compliance jurídico da Omnicare fossem enganosas da forma descrita antes – i.e., por que os fatos excluídos mostram que a Omnicare não tinha base para fazer tais declarações que um investidor razoável esperaria. [...] Ademais, a análise de se a opinião da Omnicare era enganosa deve levar em consideração o contexto da declaração. [...] Isso significa que o tribunal deve analisar os os fatos que a Omnicare tenha fornecido sobre o compliance legal, assim como quaisquer outras ressalvas, avisos ou qualificações que tenha incluído em seu pedido de registro”.

investidores acerca da sua precisão e da sua veracidade. Caso as cautelas não sejam adotadas, a informação subjetiva será imprecisa de forma enganosa e, se demonstrado que era material para a decisão de investimento, poderá resultar na responsabilização civil da companhia que a divulgar.

3.5 Informação enganosa e consentimento na negociação de valores mobiliários

Examinou-se, na seção anterior, que é possível classificar a informação enganosa de diversas formas e, em todas elas, a questão subjacente é a mesma: defeitos na divulgação da informação induzem o seu destinatário a erro, fazendo com que sua vontade não corresponda à sua declaração na realização de um ato jurídico, que no caso concreto refere-se à negociação de valores mobiliários.

Cabe, agora tecer alguns comentários iniciais sobre a interseção entre o estudo das falhas informacionais no mercado de valores mobiliários e a teoria dos vícios do consentimento do direito civil, tema que será aprofundado na seção 5 deste trabalho, mas que merece algumas considerações preliminares. A existência dessa interseção é relevante, pois o próprio legislador parece tê-la admitido.

Como já comentado, o artigo 20 da Lei nº 6.385/1976 é o único dispositivo em que o legislador brasileiro de 1976 parece ter previsto, de forma expressa, uma consequência jurídica para falhas de divulgação de informações ao mercado⁶²⁰. Segundo o inciso II da norma, a oferta pública de valores mobiliários pode ser suspensa pela CVM caso seja realizada com base em informações “falsas dolosas” e “substancialmente imprecisas”. Acredita-se que a escolha dos termos não foi por acaso.

O negócio jurídico – inclusive, a compra e venda de valores mobiliários – é fenômeno de fundo volitivo; portanto, tem como pressuposto a vontade, que, para produzir efeitos jurídicos, deve ser exteriorizada pelas partes por meio de algum ato capaz de manifestar a sua vontade interna⁶²¹. Podem existir situações, no entanto, em que a vontade interna (real) não

⁶²⁰ O silêncio da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976 sobre a responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar será examinado no capítulo 4.1.2 abaixo.

⁶²¹ “Assentado, pois, que é a vontade o pressuposto do negócio jurídico, é imprescindível que ela se exteriorize e se divulgue por uma emissão, de forma a levar a deliberação interior ao mundo exterior. A vontade interna ou real é que traz a força jurígena, mas é a sua exteriorização pela declaração que a torna conhecida, o que permite dizer que a produção de efeitos é um resultado da vontade, mas que esta não basta sem a manifestação exterior” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 24. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2011. p. 402).

corresponda à vontade exteriorizada (declarada), viciando o consentimento da parte e, por consequência, o próprio negócio jurídico celebrado⁶²².

À época da promulgação da Lei nº 6.385/1976, encontrava-se vigente o Código Civil de 1916, que previa vários tipos de vício de consentimento, dentre os quais importam para o presente trabalho o erro e o dolo.

O erro, segundo o artigo 86 do Código Civil de 1916, poderia gerar anulabilidade do negócio jurídico quando se caracterizasse como substancial⁶²³, o qual, segundo os artigos 87 e 88 do mesmo diploma, se referia “à natureza do ato, o objeto principal de declaração, ou alguma das qualidades a ele essenciais”⁶²⁴ e às “qualidades essenciais da pessoa, a quem se refira a declaração de vontade”⁶²⁵.

O dolo, por sua vez, seria fundamento de anulação do negócio jurídico quando fosse a sua causa⁶²⁶, podendo gerar apenas pretensão ressarcitória quando fosse acidental⁶²⁷. Partindo-se do pressuposto de que o legislador não utiliza palavras à toa⁶²⁸, a escolha dos termos “falsas dolosas” e “substancialmente imprecisas” pelo legislador de 1976 para qualificar as informações defeituosas não pode ter sido fruto de uma mera coincidência. É razoável afirmar que quis o legislador, ao escolher os termos, traçar um paralelo entre as falhas de divulgação de informação e os institutos do erro e dolo.

Nesse contexto, a imprecisão substancial da informação seria indesejável, pois poderia gerar erro substancial na negociação de valores mobiliários, enquanto a informação falsa dolosa poderia constituir a causa de um negócio que, caso as partes possuíssem informações precisas, não teria ocorrido ou teria ocorrido de forma distinta.

O erro e o dolo foram acolhidos no Código Civil como vícios de consentimento. O conceito de erro foi objeto de algumas mudanças quanto aos seus elementos definidores em comparação com o tratamento do instituto pelo Código Civil de 1916. Assim, segundo o artigo 138 do Código Civil, considera-se que o negócio jurídico é anulável “quando as

⁶²² GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 369-370.

⁶²³ “Art. 86. São anuláveis os atos jurídicos, quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial”.

⁶²⁴ “Art. 87. Considera-se erro substancial o que interessa à natureza do ato, o objeto principal de declaração, ou alguma das qualidades a ele essenciais”.

⁶²⁵ “Art. 88. Tem-se igualmente por erro substancial o que disser respeito a qualidades essenciais da pessoa, a quem se refira a declaração de vontade”.

⁶²⁶ “Art. 92. Os atos jurídicos são anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”.

⁶²⁷ “Art. 93. O dolo acidental só obriga à satisfação das perdas e danos. É acidental o dolo, quando a seu despeito o ato se teria praticado, embora por outro modo”.

⁶²⁸ “As expressões do Direito interpretam-se de modo que não resultem frases sem significação real, vocábulos supérfluos, ociosos, inúteis. [...] Dá-se valor a todos os vocábulos e, principalmente, a todas as frases, para achar o verdadeiro sentido de um texto; porque este deve ser entendido de modo que tenham efeito todas as suas provisões, nenhuma parte resulte inoperativa ou supérflua, nula ou sem significação alguma” (MAXIMILIANO, Carlos. Op. cit. p. 204).

declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio”.

De acordo com o artigo 139 do Código Civil, o erro é substancial quando (i) diz respeito à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração ou a qualidades a ele essenciais, (ii) recai sobre a identidade ou qualidade essencial da pessoa a que se refira a declaração de vontade, desde que tenha exercido influência relevante em seu conteúdo, e (iii) for o único ou principal motivo do negócio jurídico.

O dolo, por sua vez, foi abarcado no Código Civil vigente sem alterações com relação ao disposto no Código Civil de 1916 e continua sendo fundamento para anulação do negócio jurídico quando for a sua causa⁶²⁹ ou, quando for meramente acidental, gera apenas a obrigação de satisfazer perdas e danos⁶³⁰.

O erro e o dolo são conceitos próximos um do outro. Ambos representam limites à eficácia do ato jurídico formado a partir de vontade que se manifestou de forma enganada⁶³¹. O que os distingue é que, no caso do erro, o engano ocorre espontaneamente, enquanto no dolo, ele é provocado⁶³².

De modo geral, o erro é causado pelo desconhecimento ou falso conhecimento de uma das partes, que acaba por agir de forma distinta da que agiria se conhecesse a verdade⁶³³. O erro pode recair sobre diferentes aspectos do negócio jurídico, como: (i) a própria natureza do negócio, quando a parte acredita estar celebrando um tipo de negócio, mas, na verdade, está celebrando outro; (ii) o objeto do negócio, como no caso de uma pessoa que compra um produto distinto daquele que pretendia; (iii) a pessoa com quem se celebra o negócio ou suas qualidades essenciais, isto é, quando a parte celebra contrato com pessoa distinta da que pretendia ou que não possui as características esperadas; (iv) questões de direito, quando a parte possuía uma falsa percepção das consequências jurídicas do negócio realizado⁶³⁴; e (v) a quantidade de bens negociados, quando a quantidade das coisas tiver sido objeto de declaração defeituosa⁶³⁵ sem afetar a validade do negócio, caso seja consequência de um mero erro de cálculo⁶³⁶. O dolo, por sua vez, decorre de “práticas ou manobras maliciosas levadas a

⁶²⁹ “Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”.

⁶³⁰ “Art. 146. O dolo acidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é acidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo”.

⁶³¹ RODRIGUES, Silvio. **Dos vícios do consentimento**. São Paulo: Saraiva, 1979. p. 129.

⁶³² Loc. cit.

⁶³³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições...** Op. cit. p. 432.

⁶³⁴ TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do Direito Civil – Teoria Geral do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 1. p. 313.

⁶³⁵ GOMES, Orlando. **Introdução...** Op. cit. p. 375.

⁶³⁶ TEPEDINO, Gustavo. OLIVA, Milena Donato. Op. cit. p. 317.

efeito por uma parte, a fim de conseguir da outra uma emissão de vontade que lhe traga proveito, ou a terceiro”⁶³⁷.

Nesse ponto, cumpre observar que, nas negociações de valores mobiliários, as informações enganosas que podem levar investidores a erro são divulgadas pelos emissores (companhias, no caso analisado neste trabalho), os quais, em regra, não são partes da transação. Deve-se ter em mente que, em grande parte das negociações no mercado de valores mobiliários nas quais uma das partes possa ter sido levada a erro por informações enganosas divulgadas por companhias, a culpa por tal erro não poderá ser imputada a qualquer das partes envolvidas no negócio.

Embora o direito brasileiro admita a possibilidade de dolo de terceiro⁶³⁸, é possível que investidores de mercado não tenham conhecimento do teor enganoso da informação no momento da negociação. Caso uma das partes de uma transação realizada no mercado de valores mobiliários tenha conhecimento do teor enganoso de uma informação divulgada a investidores por uma companhia, esse conhecimento poderá ser resultado de: (i) apuração independente da parte que tomou conhecimento da falha informacional; ou (ii) existência de relação do investidor com a companhia.

No primeiro caso, não é razoável que o direito puna o investidor que, sendo mais cauteloso e diligente que o investidor médio, deduza de forma independente que uma informação divulgada ao mercado é enganosa e, eventualmente, obtenha ganho com base nesse conhecimento⁶³⁹. No segundo caso, a depender das circunstâncias do caso concreto, é possível que seja configurado o ilícito da negociação com informação relevante ainda não divulgada ao mercado (artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976).

Desse modo, a premissa mais realista é a de que, na maioria das situações que importam ao presente trabalho: (i) nenhuma das partes do negócio terá conhecimento do teor enganoso da informação que afeta a sua declaração de vontade, o que aproximaria eventual vício de consentimento do erro, sem culpa para qualquer das partes; ou (ii) uma das partes do

⁶³⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições...** Op. cit. p. 439.

⁶³⁸ Conforme artigo 148 do Código Civil. Confira-se: “Art. 148. Pode também ser anulado o negócio jurídico por dolo de terceiro, se a parte a quem aproveite dele tivesse ou devesse ter conhecimento; em caso contrário, ainda que subsista o negócio jurídico, o terceiro responderá por todas as perdas e danos da parte a quem ludibriou”.

⁶³⁹ Deve ser feita a ressalva de que, com base na literalidade do artigo 148 do Código Civil, é possível sustentar a responsabilização civil do investidor que, de forma independente, descobre o teor enganoso de uma informação divulgada por terceiro (companhia) e não o revela à sua contraparte. Acredita-se, no entanto, que esse não seja o resultado mais adequado, pois pode desestimular a verificação independente de informações divulgadas ao mercado por investidores experientes. Por ser uma hipótese que se situa fora do tema ora analisado, ela não será aprofundada no presente trabalho.

negócio será a própria companhia, que terá divulgado a informação enganosa, o que aproximaria eventual vício de consentimento do dolo.

Em ambos os casos, somente haverá vício de consentimento do investidor se houver erro substancial, isto é, que recaia sobre elemento relevante do negócio jurídico, ou quando o defeito afetar a própria causa do negócio jurídico, ainda que de forma accidental. O paralelo entre o artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976, e os institutos do erro e dolo do Código Civil apenas reforça a constatação de que, para que haja responsabilização civil da companhia, é preciso que a falha de divulgação se refira a informação material, capaz de alterar a percepção do investidor e influenciar a sua decisão ao modificar o seu conjunto total de informações a respeito de um valor mobiliário.

Feitas essas considerações sobre a proximidade entre a questão das falhas informacionais no mercado de valores mobiliários e os institutos do erro e dolo, cumpre tecer breves comentários sobre a forma com que o direito civil lida com esses vícios de consentimento.

Embora o Código Civil atribua anulabilidade aos negócios jurídicos celebrados mediante erro ou dolo, há muito discute-se se a ineficácia do negócio seria o melhor remédio jurídico para sanar esses defeitos. A discussão, inicialmente, opôs duas correntes: a teoria da vontade real, que privilegia a vontade do indivíduo em detrimento da declaração dada em erro, e a teoria da declaração, que privilegia a justa expectativa de terceiros que confiaram na declaração fornecida.

A teoria da vontade real busca proteger o querer individual e considera que a declaração nada mais é do que um instrumento. Nesse sentido, o direito deveria atribuir relevância à vontade, que deve ser privilegiada no caso de conflito com a declaração⁶⁴⁰. Se, por um lado, a teoria protege o autor da declaração, por outro, gera insegurança e instabilidade nas relações jurídicas, pois as partes de um negócio não terão confiança na manutenção dos seus acordos⁶⁴¹. Na doutrina, na contramão da proteção intransigente da vontade interna do agente, há muito admite-se que somente o erro escusável é capaz de afetar

⁶⁴⁰ “O direito empresta consequências jurídicas ao querer individual, pois a declaração não passa de um mero instrumento revelador da vontade. De sorte que o essencial, o que é juridicamente relevante, é a vontade. Por isso, se porventura ocorre um conflito entre a declaração e a vontade, esta é que deve prevalecer” (RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 31).

⁶⁴¹ “É verdade que a teoria protege o autor da declaração, impedindo que esta, feita ao arrepio de sua vontade, prevaleça, conduzindo-o a consequências não queridas. Mas, por outro lado, deixa ao desamparo aquele a quem a declaração se dirige e todos os demais que confiaram na verdade daquela manifestação volitiva” (Ibidem. p. 32).

o negócio jurídico, afastando-se o erro que tenha sido gerado pela falta de cautela da parte declarante⁶⁴².

Como reação à insegurança gerada pela teoria da vontade real, formulou-se a teoria da declaração, pela qual se propõe que o direito proteja a declaração, de modo a tutelar a expectativa de seu destinatário. A fragilidade da teoria da declaração, no entanto, decorre do seu extremismo, na medida em que protege o destinatário da declaração em qualquer caso, ainda que tenha tido conhecimento do erro do declarante⁶⁴³.

Ademais, o Código Civil afastou a aplicação da teoria da declaração ao permitir a anulação do negócio jurídico no caso de erro substancial que poderia ser reconhecido por pessoa diligente em face das circunstâncias⁶⁴⁴. A redação dada ao dispositivo deixa claro que a declaração não será mantida se o seu destinatário tivesse como saber que o declarante emitiu a sua vontade em erro⁶⁴⁵. Trata-se do chamado requisito da cognoscibilidade ou recognoscibilidade do erro, que restará configurado “se o destinatário tinha condições de perceber a vontade viciada do emissor, ainda que, concretamente, não tenha notado tal circunstância”⁶⁴⁶.

Para escapar dos extremismos das duas teorias que se formaram, teses intermediárias foram desenvolvidas. A teoria da responsabilidade propôs a sobrevivência da declaração conflitante com a vontade, caso o conflito ocorra por culpa do declarante. A regra geral continua a ser a anulação do negócio jurídico que teve a sua formação eivada de erro. No entanto, caso a discordância tenha sido “provocada por dolo ou culpa do declarante, não pode este aproveitar-se de sua torpeza ou de sua incúria, para promover a ineficácia do ato, com prejuízo para terceiros de boa-fé, que confiaram na verdade da declaração emitida”⁶⁴⁷. Embora a teoria da responsabilidade forneça um meio do caminho entre a tutela da vontade e a manutenção da declaração, ela não oferece proteção suficiente ao terceiro que, de boa-fé, confia na manifestação do declarante.

⁶⁴² PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições...** Op. cit. p. 439.

⁶⁴³ RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 33.

⁶⁴⁴ Artigo 138 do Código Civil.

⁶⁴⁵ “Assim, se alguém compra uma joia de bijuteria achando ser de metal precioso – erro substancial sobre as qualidades essenciais do objeto – não bastará provar que o erro era escusável, ou seja, que o engano poderia ser cometido por outros que se interessassem na aquisição: para anular o negócio, deverá provar ainda que o vendedor tinha como perceber que ele estava comprando a bijuteria sob a falsa crença de que a joia era verdadeira” (KONDER, Carlos Nelson. Erro, dolo e coação: autonomia e confiança na celebração dos negócios jurídicos. In: TEIXEIRA, Ana Carolina Brochado; RIBEIRO, Gustavo Pereira Leite. **Manual de Teoria do Direito Civil**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2011. p. 618).

⁶⁴⁶ TEPEDINO, Gustavo. OLIVA, Milena Donato. Op. cit. p. 316.

⁶⁴⁷ RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 34.

Outra teoria formulada é a da confiança, segundo a qual o destinatário da declaração pode ater-se aos seus termos se acreditar, de boa-fé, que eles correspondem à vontade do declarante⁶⁴⁸. Essa parece ter sido a posição adotada pelo Código Civil ao condicionar, no artigo 138, a anulação do negócio jurídico à possibilidade de conhecimento do erro pelo destinatário da declaração, requisito que acabou por aproximar os institutos do erro e do dolo⁶⁴⁹.

O dolo, por sua vez, não suscita discussões sobre a boa-fé das partes envolvidas. Ao contrário do erro, o dolo pressupõe o elemento volitivo de uma das partes no sentido de induzir a outra a erro. Assim, o dolo contém, “no núcleo da sua estrutura, o erro: não o erro espontâneo, mas o erro provocado”⁶⁵⁰.

Como vícios de vontade, o erro e o dolo afetam o negócio jurídico no seu plano de validade. Antônio Junqueira de Azevedo propôs uma visão do negócio jurídico a partir de sua estrutura, considerando-se três planos de análise: o da existência, da validade e da eficácia. Enquanto os planos da existência e da eficácia seriam comuns a todos os fatos jurídicos, o plano da validade seria peculiar aos negócios jurídicos⁶⁵¹. Neste, situar-se-iam os diversos requisitos que o direito impõe para que a declaração seja válida⁶⁵². Se afetados, esses requisitos podem gerar duas consequências: a nulidade ou anulabilidade do negócio jurídico⁶⁵³.

A nulidade é a consequência mais drástica à invalidade e impede que o negócio jurídico produza os efeitos que eram pretendidos, enquanto a anulabilidade caracteriza efeito menos gravoso e que, portanto, permite a produção de efeitos pelo negócio afetado⁶⁵⁴.

Os vícios de consentimento geram anulabilidade do negócio jurídico, conforme artigo 171, II, do Código Civil. Como consequência da anulação, o artigo 182 do mesmo diploma determina que: (i) as partes devem retornar ao estado em que se encontravam, devendo-se desfazer o negócio celebrado; ou (ii) caso não seja possível, o desfazimento do negócio, as partes devem ser indenizadas com o equivalente.

⁶⁴⁸ *Ibidem*. p. 38.

⁶⁴⁹ “A nova configuração aproxima ainda mais o erro do dolo, uma vez que o negócio só poderá ser anulado se a outra parte tinha como saber que a vontade emitida estava perturbada. Não se exige, contudo, para a configuração do erro cognoscível, prova de que o declaratório efetivamente sabia do erro em que incidia o declarante, muito menos que tenha induzido o declarante a este erro” (KONDER, Carlos Nelson. *Op. cit.* p. 618).

⁶⁵⁰ *Ibidem*. p. 619.

⁶⁵¹ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, validade e eficácia**. São Paulo: Editora Saraiva, 1974. p. 31-32.

⁶⁵² *Loc. cit.*

⁶⁵³ TEPEDINO, Gustavo. OLIVA, Milena Donato. *Op. cit.* p. 337.

⁶⁵⁴ *Ibidem*. p. 339.

A partir desse breve apanhado, percebe-se que a evolução do tratamento do erro no direito civil buscou privilegiar a confiança e a estabilidade dos negócios jurídicos, preservando-se os seus efeitos sempre que possível e, assim, colocando pretensões individuais do declarante (teoria da vontade real) e do destinatário da declaração (teoria da declaração) em segundo plano. Desse modo, procura-se tutelar o direito do maior número de pessoas possível, ainda que mediante o sacrifício de expectativas individuais.

A explicação para essa tendência de tutela das expectativas coletivas é dada por Silvio Rodrigues a partir do conceito de ordem pública e da flexibilização de posições individualistas e liberais. Em tempos recentes, mesmos os juristas mais liberais, “influenciados pela orientação socializante, dão menos importância ao indivíduo do que às necessidades sociais, menos à liberdade do que à legalidade e à justiça; e a questão da ordem pública não é senão um aspecto desse entrelaçamento de tendências”⁶⁵⁵.

Ainda que se dê razão ao professor Silvio Rodrigues, é razoável supor que o aparente entrelaçamento de tendências liberais e socializantes em discussões sobre a ordem pública é mais fruto do enfoque que se dá à discussão do que de um conflito de fato existente.

Por exemplo, Friedrich A. Hayek, economista de vertente libertária, admite o sacrifício de expectativas individuais em prol das expectativas coletivas na aplicação das leis. A fundamentação de suas posições, no entanto, não encontra apoio em noções socializantes, mas sim na necessidade de se harmonizar expectativas diversas. Em sua obra sobre Direito, Legislação e Liberdade, Friedrich A. Hayek sustentou que o propósito do direito não é alcançar fins específicos, mas possibilitar a harmonização da expectativa de diversos indivíduos, que são desconhecidos um do outro e têm objetivos diferentes⁶⁵⁶.

As melhores normas, segundo o economista, são aquelas capazes de manter ordens mais eficazes. “Assim, ao contrário das determinações, elas criarão uma ordem mesmo entre pessoas que não têm um objetivo comum”⁶⁵⁷. Portanto, mesmo no pensamento liberal, admite-se o sacrifício de expectativas individuais para a preservação de expectativas coletivas com o objetivo de garantir uma ordem jurídica na qual indivíduos tenham confiança nas instituições e nos instrumentos de troca.

Não por acaso, o direito empresarial parece caminhar em direção ao reconhecimento da importância do mercado não apenas como ambiente negocial, mas também como

⁶⁵⁵ RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 14.

⁶⁵⁶ “O objetivo das normas deve ser facilitar essa harmonização ou correspondência das expectativas, de que depende o bom êxito dos planos dos indivíduos” (HAYEK, Friedrich A. **Direito, legislação e liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política**. São Paulo: Visão, 1985. v. 1. p. 113).

⁶⁵⁷ Ibidem. p. 115.

instituição cuja organização deve ser preservada, ainda que com sacrifício de interesses individuais. Como ensina Paula A. Forgioni, “o mercado organizado dá força às transações. As regras e a praxe negocial, assim como o moto competitivo, proporcionam amplo espaço ao gênio dos comerciantes e às suas contratações”⁶⁵⁸. O mercado não prospera em ambiente de desconfiança, pois a desconfiança desestimula a celebração de negócios.

No mercado de valores mobiliários, o mesmo raciocínio se impõe. Já se expôs, na seção 3.1.3 desta tese, que uma das funções da informação no mercado de valores mobiliários é assegurar a observância da boa-fé objetiva nas negociações feitas no mercado e, assim, fomentar a confiança dos investidores nos instrumentos de troca. A estabilidade das transações é condição essencial para o funcionamento eficiente do mercado, pois, se negócios pudessem ser desfeitos com base em alegações de erro ou dolo, criar-se-ia um ambiente de insegurança insustentável.

Desse modo, não obstante o paralelo feito pelo legislador de 1976 entre as falhas informacionais e os institutos do erro e do dolo do direito civil, o remédio jurídico para as operações do mercado de valores mobiliários que, eventualmente, tenham sido celebradas mediante erro ou dolo não pode ser o desfazimento do negócio jurídico, mas sim o ressarcimento das perdas eventualmente sofridas pelo investidor prejudicado. Os critérios para definir quem deve ser responsabilizado civilmente nesses casos e quais são os parâmetros para se apurar tal responsabilidade serão examinados nas seções 4 e 5 abaixo.

3.6 Conclusão parcial: a informação verdadeira e precisa e o funcionamento eficiente do mercado

Na seção 2 desta tese, concluiu-se que a eficiência do mercado de valores mobiliários é relativa, no sentido de que o mercado poderá ser mais ou menos eficiente na sua função de alinhar o preço aos fundamentos econômicos dos ativos negociados, a depender de diversas circunstâncias, especialmente, de fatores culturais, sociais, econômicos e institucionais. Confirmou-se, ainda, que a informação é instrumento da eficiência, funcionando como mecanismo de prevenção de abusos e como mola amortecedora contra as inevitáveis crises que atingem o mercado de tempos em tempos.

O dever de informar no mercado de valores mobiliários possui contornos mais específicos do que uma análise apriorística poderia sugerir. Informar apenas não basta; deve-

⁶⁵⁸ FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos Contratos...* Op. cit. p. 27.

se informar adequadamente, isto é, de forma precisa, verdadeira, clara, completa e objetiva, sem distorções que possam induzir investidores a erro.

A efetivação do dever de divulgar informação depende, necessariamente, da capacidade do direito de definir o que constitui informação imprecisa ou falsa. O primeiro passo, nessa empreitada, é reconhecer que a informação possui caráter instrumental no mercado de valores mobiliários. Ela é utilizada por investidores para formar suas opiniões e decisões de investimento, além de exercer funções mais amplas.

Assim, a informação exerce: (i) funções econômicas, ao permitir a tomada de decisão racional e informada; (ii) funções jurídicas, ao estimular a confiança de investidores nos instrumentos de troca como resultado da observância da boa-fé objetiva pelas partes; e (iii) funções de fiscalização regulatória, ao auxiliar a supervisão dos mercados e seus agentes pelo ente regulador. Essas funções devem permear todas as discussões a respeito do uso da informação no mercado de valores mobiliários, inclusive e especialmente as discussões travadas nesta pesquisa.

A informação falsa e a informação imprecisa são, ao fim e ao cabo, espécies de um mesmo gênero: a informação enganosa. A informação enganosa é aquela que leva o investidor ao erro, fazendo-o tomar uma decisão que não tomaria caso tivesse informações precisas, verdadeiras e completas. Embora não seja necessário se prender a categorizações rígidas, para fins de sistematização da matéria e por apego ao rigor técnico e dogmático, o presente trabalho estabelece a divisão das informações enganosas em informações imprecisas e informações falsas, à esteira da redação do artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976.

Para tanto, reconheceu-se, em primeiro lugar, que nem todas as informações divulgadas ao mercado por companhias são iguais. Além das informações objetivas ou factuais sobre fatos passados e já consolidados, as companhias também divulgam informações subjetivas ou prospectivas, que versam sobre expectativas e planos sobre fatos futuros e que, portanto, carregam, inevitavelmente, certo grau de imprecisão.

Em função dos diferentes tipos de informações divulgadas por companhias, a proposta de classificação e definição da imprecisão e da falsidade levou em consideração essas distinções.

Considerou-se, dessa forma, que informações objetivas podem ser enganosas em função de falsidade ou imprecisão. A falsidade ocorre quando a informação divulgada não possui equivalência com a realidade dos fatos. A imprecisão, por sua vez, ocorre quando a divulgação é omissa ou quando é feita de forma confusa, com o objetivo de dificultar a sua compreensão.

As informações subjetivas, por outro lado, exigem um critério distinto. Essas informações são, por natureza, imprecisas, razão pela qual devem ser cercadas de alertas e cautelas para evitar que o investidor lhes confira um grau de certeza que elas não possuem. Desse modo, concluiu-se que essas informações serão imprecisas de forma enganosa quando a sua divulgação não for acompanhada de alertas sobre a sua natureza incerta, quando não tiverem fundamento em fatos verdadeiros ou quando possuírem omissões que possam distorcer a percepção dos investidores acerca da sua precisão e da sua veracidade.

A informação enganosa gera consequências no consentimento do investidor e o legislador de 1976 parece ter reconhecido esse fato ao utilizar, na redação do artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976 (informação “falsa dolosa” ou “substancialmente imprecisa”), as mesmas palavras que o legislador do Código Civil de 1916 havia utilizado para qualificar o erro e o dolo (além do termo “dolo”, empregava-se o termo “erro substancial”).

Ainda que o paralelo seja possível, o remédio jurídico não pode ser o mesmo nos dois casos. O funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários depende, dentre diversos outros fatores já abordados, da confiança de investidores nos instrumentos de troca e na estabilidade das transações.

Caso as negociações com valores mobiliários possam ser desfeitas com base em alegações de erro ou dolo, a desconfiança que, certamente, se instalaria seria obstáculo ao funcionamento eficiente do mercado.

A necessidade de conferir estabilidade às relações jurídicas, ainda que mediante o sacrifício de expectativas individuais, foi reconhecida pela doutrina do direito civil, que buscou restringir a possibilidade de desfazimento de negócios jurídicos como efeito da sua anulação. As teorias que surgiram para conferir força a questões de ordem pública em detrimento de eventuais pretensões individuais, embora tenham sido associadas a ideias socializantes, encontram eco também no pensamento liberal.

Assim, o remédio adequado para tratar do erro e do dolo na celebração de negócios no mercado de valores mobiliários quando gerados pela divulgação de informações falsas ou imprecisas por companhias não é o desfazimento do negócio como efeito de sua anulação, mas sim a responsabilização civil daquele que descumpriu o seu dever legal de informar e o ressarcimento dos danos sofridos pelo investidor.

4 **A RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA PELAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS AO MERCADO SOB O PRISMA DA TEORIA ORGANICISTA DA ADMINISTRAÇÃO**

Após o estudo do funcionamento eficiente do mercado e de sua relação com o dever de informar da companhia, na seção 2, e dos contornos da informação falsa e imprecisa, na seção 3, faz-se necessário estudar a responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar.

A possibilidade de responsabilizar civilmente a companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado é tema de discussões e controvérsias na literatura societária. Alguns argumentam que responsabilizar civilmente a companhia é positivo para o mercado, pois a confiança do investidor é protegida. Por outro lado, outros argumentam que responsabilizar civilmente a companhia é ineficiente, visto que os seus acionistas arcarão, em última instância, com os custos do ressarcimento dos investidores.

A posição a ser adotada neste trabalho é de que a companhia pode ser responsabilizada civilmente por violações do seu dever de informar. Os motivos para essa posição são de natureza dogmática, pois a teoria organicista da administração estabelece a imputação de atos de administradores à pessoa jurídica, e consequencialista, a partir da visão de que a responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários cumpre papel de dissuasão de comportamentos que põem em risco o próprio funcionamento do mercado.

Assim, nas seções a seguir, serão objeto de análise: (i) a possibilidade de imputar-se atos dos administradores à companhia com base na teoria organicista; (ii) as hipóteses de imputação de responsabilidade civil à companhia, aos administradores ou a ambos; (iii) as características e a natureza da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado; e (iv) o fator dissuasório da responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar.

4.1 **Imputação de responsabilidade no contexto societário**

A possibilidade de imputar-se à pessoa jurídica atos de seus administradores é fruto de longa evolução do direito societário, que culminou com o desenvolvimento da teoria organicista da administração.

A presente seção tem como objetivo estudar a possibilidade de imputar-se responsabilidade civil à companhia em função de atos de seus administradores. Para esse fim,

em primeiro lugar, será sustentado que o fundamento da discussão deve ser a teoria organicista, que melhor explica a relação entre a pessoa jurídica e seus órgãos de administração. Em segundo lugar, será analisada a questão do silêncio da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976 sobre a responsabilidade civil da companhia perante investidores, de modo a determinar se o silêncio foi intencional ou se, ao contrário, trata-se de lacuna que deve ser preenchida com a aplicação de outras normas.

4.1.1 A prevalência da teoria organicista da administração

Como advertência inicial desta seção, cumpre expor brevemente a razão pela qual será adotada, para fins da análise aqui pretendida, a teoria organicista da administração como base para determinar a adequada imputação de responsabilidade civil por atos praticados por pessoas jurídicas.

Há muita discussão, na doutrina, sobre a responsabilidade da companhia por divulgações que, na prática, são realizadas por seus diretores. A questão que se coloca é se, no caso de falhas de divulgação, quem deve ser responsabilizado civilmente por eventuais prejuízos causados a investidores é a companhia ou o diretor que realizou a divulgação. Assim, o primeiro passo para garantir o correto enquadramento da questão é determinar a natureza da relação entre administradores e a companhia.

A natureza do cargo de administração já foi objeto de debate doutrinário, havendo aqueles que enxergam os administradores como mandatários, outros que os concebem apenas como administradores e representantes da sociedade e outros, ainda, que os consideram servidores quase públicos⁶⁵⁹.

Desde a promulgação da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976, é possível identificar na companhia aberta, um acentuado grau de institucionalidade, especialmente, quando comparada à companhia fechada, que ainda preserva alguns traços contratuais⁶⁶⁰. O ordenamento jurídico atribuiu à atuação da companhia aberta, de certa forma, interesse público, visto que ela é instrumento de captação da poupança popular para o financiamento de atividades produtivas⁶⁶¹.

⁶⁵⁹ PONTES, Aloysio Lopes. **Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1957. v. 2. p. 126.

⁶⁶⁰ EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984. p. 47.

⁶⁶¹ “Assim, os interesses em causa na Companhia Aberta não são privativos dos acionistas. Há um interesse público na atuação da companhia aberta, dada a captação da economia popular por ela realizada” (Ibidem. p. 47). O caráter público das companhias também é ressaltado por Trajano de Miranda Valverde: “O interesse, que elas despertavam no público, pelos grandes empreendimentos que propunham realizar, com a promessa de lucros

Cessada a necessidade de aprovação do Estado para a constituição das companhias, com o advento da Lei nº 3.150, em 4 de novembro de 1882⁶⁶², tornou-se ainda mais relevante que a lei estabelecesse regras para a organização administrativa dessas pessoas jurídicas, com a separação das atribuições da assembleia dos sócios e da administração e o estabelecimento de um sistema de responsabilização por descumprimento de deveres na constituição e gestão dos negócios da companhia⁶⁶³.

Desse modo, embora ainda possa haver certa liberalidade com relação à organização da administração de sociedades com características contratuais, nas sociedades anônimas há requisitos legais com relação à sua organização administrativa e ao seu funcionamento⁶⁶⁴.

Ao comentar o Decreto-Lei nº 2.627/1940, Trajano de Miranda Valverde afirma que era comum encontrar, nas leis, o tratamento das pessoas que ocupam cargos de administração como mandatárias ou meras representantes da sociedade⁶⁶⁵. A natureza jurídica da relação entre administradores e companhias era, então, entendida como de mandato, com um viés contratual⁶⁶⁶. Isso decorria, ao menos em parte, da confusão quanto ao significado da administração no contexto societário.

A administração é um termo com significado amplo e está presente tanto na atividade de mandatários, como na de administradores de pessoas jurídicas. No entanto, a administração nem sempre decorre do mandato, da mesma forma que, nem sempre, o administrador atua como representante⁶⁶⁷. Portanto, a administração não necessariamente decorre de mandato ou gera poderes de representação ao administrador.

A ideia de administração possui estreita relação com a gestão de patrimônio alheio, pois a administração dos próprios bens é consequência da própria capacidade civil⁶⁶⁸. Em

vultosos, atraía, para a formação de seu capital, as economias dispersas da coletividade. Os subscritores do capital, futuros sócios, aderiam, pura e simplesmente, ao sistema de organização, previamente aprovado pelo Estado” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. v. 2. p. 273).

⁶⁶² O artigo 1º, caput, dessa lei, dispensou a necessidade de aprovação prévia do governo para a constituição de sociedades anônimas: “Art. 1º As companhias ou sociedades anonymas, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer sem autorização do Governo”.

⁶⁶³ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 273-274.

⁶⁶⁴ Ibidem. p. 272-273.

⁶⁶⁵ Ibidem. p. 275.

⁶⁶⁶ BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991. p. 148.

⁶⁶⁷ “Assim como há administração que é exercida por meio de mandatário ou de representante, outras vezes a administração não decorre do mandato, nem o administrador assume a veste de representante” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 275-276). Na sistemática da Lei nº 6.404/1976, é possível tomar como exemplo o membro do Conselho de Administração que, embora administrador, não possui poderes de representação, os quais competem exclusivamente aos diretores, segundo artigo 138, § 1º, da lei societária.

⁶⁶⁸ Loc. cit.

outras palavras, o administrador de patrimônio alheio é terceiro com relação ao proprietário dos bens sob sua gestão.

O mesmo ocorre no mandato e na representação, nos quais é possível identificar duas figuras distintas. Na relação entre companhias e administradores, por outro lado, não há tal duplicidade⁶⁶⁹.

O administrador manifesta a vontade da própria companhia e, ao fazê-lo, não atua como um terceiro com relação à pessoa jurídica⁶⁷⁰. Desse modo, o tratamento jurídico da relação entre companhias e administradores evoluiu para considerar que a natureza jurídica dessa relação não configura relação contratual, mas sim relação orgânica, sendo o administrador um órgão da companhia⁶⁷¹.

As companhias nascem com órgãos de administração, que são partes integrantes da estrutura societária, essenciais ao funcionamento da pessoa jurídica, e dependem de pessoas naturais para serem ativados⁶⁷². O órgão de administração, nesse sentido, é “o centro de imputação de poderes funcionais exercidos, por um ou mais indivíduos que nele estejam investidos, para formar a manifestação da vontade juridicamente imputável à pessoa jurídica”⁶⁷³.

Não por acaso, o Código Civil estabelece, em seu artigo 1.022, que a sociedade assume direitos e obrigações por meio de seus administradores⁶⁷⁴. Embora o dispositivo diga respeito à sociedade simples, sua aplicação às sociedades anônimas é permitida pelo artigo 1.089 do mesmo diploma⁶⁷⁵. Ainda que assim não fosse, o artigo 47 do código determina que a pessoa jurídica se obriga pelos atos de seus administradores, quando exercidos no limite dos seus poderes⁶⁷⁶.

⁶⁶⁹ Loc. cit.

⁶⁷⁰ O mandato, como contrato que é, exige duas partes: o representante e o representado. A sociedade e seus administradores, porém, não podem ser assim considerados. Estes não são partes estranhas, externas ou independentes da sociedade, mas, sim, partes integrantes da mesma. Constituem os administradores um dos órgãos indispensáveis à existência da sociedade. Nasceram com ela e, sem os mesmos, a sociedade não poderá funcionar, substituíam-se, embora, as pessoas que ocupem esses cargos (PONTES, Aloysio Lopes. Op. cit. p. 127-128).

⁶⁷¹ BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas...** Op. cit. p. 148.

⁶⁷² VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 276.

⁶⁷³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 11.

⁶⁷⁴ “Art. 1.022. A sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador”.

⁶⁷⁵ “Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”.

⁶⁷⁶ “Art. 47. Obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo”.

Atualmente, portanto, encontra-se superada a visão de que os administradores da companhia são seus meros mandatários, sendo essa ideia substituída pela concepção de que os administradores atuam como órgãos da companhia⁶⁷⁷⁻⁶⁷⁸.

Merece crítica, nesse sentido, o teor do artigo 1.011, § 2º, do Código Civil, ao permitir que se apliquem aos administradores, no que couber, as normas referentes ao mandato⁶⁷⁹. Tratar o administrador de companhias como seu mandatário ou representante seria inadequado, pois levaria a dois erros fundamentais: (i) aceitar que o administrador é um terceiro em relação à companhia⁶⁸⁰; e (ii) considerar que a pessoa jurídica não pode administrar o seu próprio patrimônio, necessitando de outra pessoa para tal fim.

A teoria organicista da administração fortalece a personalidade jurídica ao tratar o administrador como parte indissociável da companhia, com base em “sistema que regula a expressão da vontade nas sociedades e a atividade exercida por seus órgãos como a expressão da própria atividade da pessoa jurídica”⁶⁸¹.

A atuação de administradores como órgãos da companhia é, desse modo, a base da teoria organicista, que serviu para afastar o conceito de representação na relação entre administradores e pessoa jurídica⁶⁸². A pessoa jurídica não precisa de representação para manifestar a sua vontade, pois ela pode agir por si mesma, por meio de seus órgãos.

A pessoa jurídica pratica atos por meio de seus órgãos porque eles “são parte dela, como o braço, a boca, o ouvido, são órgãos da pessoa física”⁶⁸³. O órgão não representa, mas apresenta a pessoa jurídica⁶⁸⁴⁻⁶⁸⁵. O diretor da companhia, ao adotar determinado ato regular de

⁶⁷⁷ “Conforme observado, para demonstrar a total inadequação do mandato como o vínculo existente entre o administrador e a companhia, basta lembrar que, nos termos do art. 139 da Lei 6.404/76, a função administrativa é indelegável, em princípio (com as exceções previstas na própria Lei das S.A., arts. 122, § único e 59, §1º), ao passo que a delegação de poderes, nos termos do art. 1.300 do CC, não repugna à figura do mandato” (EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 48). O artigo 1.300 do Código Civil de 1916, mencionado por Nelson Eirizik, é equivalente ao artigo 667 do atual Código Civil.

⁶⁷⁸ “Não obstante os textos legais falarem do mandato dos administradores, estes não são mandatários por força da convenção ou da lei; não exercem simples mandato. Os administradores agem, na qualidade de órgãos da manifestação externa da sociedade; personificam esta. Eles ao mesmo tempo que põem a sociedade em contato com os terceiros, tutelam os interesses da mesma sociedade, dos acionistas e de terceiros; fiscalizam a observância da lei e dos estatutos; obram, como se vê, motu-proprio. Ora, não se daria isso se fossem simples mandatários” (CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1954. v. 4. p. 40).

⁶⁷⁹ “Art. 1.011. [...] § 2º Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato”.

⁶⁸⁰ Sendo que, entre o órgão e o ente coletivo, não se estabelecem relações jurídicas. Vide, a esse respeito, a lição de Marcelo Vieira von Adamek: “O órgão é elemento integrante e necessário do ente coletivo; por isso, entre órgão e ente coletivo não se estabelecem relações jurídicas” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit. p. 12).

⁶⁸¹ BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas...** Op. cit. p. 149.

⁶⁸² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Pessoas Físicas e jurídicas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, v. 1. p. 400.

⁶⁸³ Ibidem. p. 401.

⁶⁸⁴ Ibidem. p. 404.

gestão (artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976), é a própria companhia e não um terceiro agindo em seu nome. Ainda que as competências dos órgãos da companhia sejam distintas, a titularidade dos direitos e poderes é sempre do ente coletivo, não do órgão que os exerce⁶⁸⁶.

O afastamento da visão do administrador como mandatário da pessoa jurídica torna-se ainda mais evidente a partir de uma visão institucional da natureza jurídica da companhia. Como já dito acima, a companhia, especialmente aquela que busca recursos no mercado de valores mobiliários, possui acentuado grau de institucionalidade.

Essa característica fundamenta a Teoria da Natureza Institucional, que enxerga a companhia como instituição com interesses próprios, isto é, não necessariamente coincidentes com os interesses de seus acionistas, e deveres específicos perante a comunidade em que atua⁶⁸⁷, em contraposição à Teoria da Natureza Contratual, que vincula a natureza da companhia à vontade de seus acionistas⁶⁸⁸. Ao reconhecer que a companhia possui interesses e responsabilidades próprias, não necessariamente coincidentes com os dos seus acionistas, a teoria institucional reforça a capacidade da companhia de exprimir-se, obrigar-se e responsabilizar-se⁶⁸⁹.

⁶⁸⁵ Em função do caráter institucional da companhia, Luís Gastão Paes de Barros Leães sustenta que os atos praticados pelos administradores enquanto órgãos da companhia devem ser imputados à própria pessoa jurídica. Ao exercer as suas funções, os administradores não apenas representam a companhia, mas sim a “presentam”, isto é, agem como se encarnassem a pessoa jurídica: “[e]m suma, a condição de administradores não decorre de um mandato, ou de um pacto de prestação de serviços, porventura entre eles celebrado, mas do ato jurídico unilateral de sua nomeação em assembleia ou em reunião do conselho de administração, mediante o qual lhe são atribuídos poderes e deveres previstos em lei e que os qualificam como integrantes do órgão administrativo. Daí porque, enquanto encarada como órgão encarregado da atividade pela sociedade, a administração não ‘representa’ propriamente a companhia na realização do ato societário, como ocorreria caso fosse caracterizada como prestadora de serviços ou mandatária da sociedade, mas a ‘presenta’ na prática do ato. Ou seja, age como se o órgão de administração encarnasse a sociedade, permitindo que, assim corporificada, estivesse, ela própria, ‘presente’ no ato societário. Realizados pelos seus integrantes, os atos gerados pelo órgão administrativo entram, portanto, no mundo jurídico como atos praticados pela pessoa jurídica que gerem e representam. Em outras palavras, quando a sociedade age por intermédio de seus administradores, é ela mesma quem manifesta a sua vontade e pratica o ato jurídico” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 57).

⁶⁸⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit. p. 13.

⁶⁸⁷ “A classificação da companhia como instituição tem sido e continua a ser proposta para fundamentar (a) o dever dos administradores e do acionista controlador de exercerem as funções e o poder tendo em conta, além de interesses dos acionistas, os de empregados da empresa, de consumidores de seus produtos, e da economia nacional; (b) a transferência dos acionistas para administradores profissionais do poder de orientar os destinos da companhia, em função de outros interesses que não apenas os dos acionistas; (c) a subordinação dos direitos dos acionistas aos ‘superiores interesses da empresa’; e (d) a possibilidade de ampla modificação desses direitos, assim pelas leis novas como por deliberação dos órgãos sociais” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Conceito e natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 64).

⁶⁸⁸ *Ibidem*. p. 60-61.

⁶⁸⁹ É o que aponta Maurício Moreira Menezes, ao comentar o pensamento de Maurice Hauriou: “Assim, na fase da personificação, a ‘instituição corporativa’ resultaria na continuidade da ‘ideia’ no estado subjetivo, em sucessão à continuidade desta ‘ideia’ no estado objetivo, verificada na fase de incorporação. A ‘ideia diretiva’ tiraria dessa nova forma de continuidade as três seguintes vantagens: (i) a de poder exprimir-se; (ii) a de poder obrigar-se; e (iii) a de poder ser responsável” (MENEZES, Maurício Moreira. *Companhia Institucional?* In:

Pelos motivos expostos acima, constata-se que a teoria organicista é a mais adequada para qualificar o papel dos administradores, cujas funções e poderes decorrem da lei, e não da vontade dos acionistas ou de contrato⁶⁹⁰. Teorias alternativas levariam ao entendimento incorreto de que administradores são terceiros com relação à companhia, causando confusões na doutrina (como se verá na seção 4.1.2 abaixo) quanto à alocação de responsabilidade no caso de divulgação de informações enganosas pela companhia, como emissora de valores mobiliários.

4.1.2 A responsabilidade civil da companhia e o silêncio da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976

A escolha da teoria organicista da administração como base teórica para examinar a imputação de responsabilidade civil por falhas de divulgação de informações ao mercado levará à confirmação da hipótese de que a companhia pode, em alguns casos, ser responsabilizada diretamente pelos atos praticados por meio de seus órgãos. A hipótese será explorada na seção 4.3 abaixo; não obstante, antes de aprofundar a questão da imputação de responsabilidade, é preciso encarar uma questão que lhe é preliminar: a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 não dispõem expressamente sobre a responsabilidade civil de companhias e emissores de valores mobiliários perante investidores.

Os principais dispositivos da Lei nº 6.404/1976 que tratam de ações de ressarcimento no contexto societário são: (i) os artigos 158 e 159, sobre a responsabilidade civil de administradores; (ii) o artigo 115, § 3º, que trata da responsabilidade civil do acionista por exercício abusivo de direito de voto; (iii) o artigo 117, referente à responsabilidade civil do controlador por abuso de seu poder de controle; (iv) o artigo 246, a respeito da responsabilidade civil da sociedade controladora; e (v) o artigo 276, § 3º, que trata da ação dos sócios minoritários da companhia filiada contra seus administradores e contra a sociedade de comando por atos contrários à convenção do grupo.

TAVARES, Marcelo Leonardo (Org.). **Empresa e atividades econômicas**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015. p. 59).

⁶⁹⁰ “Refere a doutrina, a propósito, que também aqui se manifesta a feição institucional da companhia, posto que a estrutura de poderes e funções na sociedade anônima decorre da lei e não da vontade dos acionistas, que somente podem dispor sobre tais questões nos limites dos dispositivos legais” (EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 48). Trajano de Miranda Valverde, no mesmo sentido, esclarece “que as funções de diretor ou administrador de uma sociedade anônima não se vinculam a contrato, mas decorrem do próprio aparelhamento da pessoa jurídica” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 278).

Há, ainda, outros dispositivos a respeito de alocação de responsabilidade por descumprimento de deveres, incluindo o artigo 104, *caput*, que impõe à própria companhia a responsabilidade pelos prejuízos causados por vícios e irregularidades verificados nos livros societários mencionados no artigo 100, I a III, da Lei nº 6.404/1976. De fato, não há qualquer dispositivo na lei que estabeleça a responsabilidade civil da companhia perante seus próprios acionistas ou investidores de mercado pela divulgação de informações falsas ou imprecisas.

A Lei nº 6.385/1976 tampouco trata do tema. O único dispositivo da lei que menciona a responsabilidade civil é o artigo 9º, V e VI, que resguarda a possibilidade de responsabilização civil de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes de mercado, por danos decorrentes de atos ilegais e práticas não equitativas⁶⁹¹.

Desse modo, deve-se ponderar se o silêncio do legislador a respeito da responsabilidade civil da companhia perante investidores foi eloquente e deve ser respeitado ou se há razões para sustentar que a omissão constitui lacuna que deve ser preenchida pelo aplicador da lei.

O silêncio eloquente ocorre quando o legislador silencia sobre um assunto de forma proposital, podendo a omissão ser tomada, em si mesmo, como regra. Vide, por exemplo, a lição do jurista alemão Karl Larenz a esse respeito⁶⁹²:

Poderia pensar-se que existe uma lacuna só quando e sempre que a lei – entendida esta, doravante, como uma expressão abreviada da totalidade das regras jurídicas susceptíveis de aplicação dadas nas leis ou no Direito consuetudinário – não contenha regra alguma para uma determinada configuração no caso, quando, portanto, “se mantém em silêncio”. Mas existe também um “silêncio eloquente” da lei. A modo de exemplo, o fato de não conter qualquer disposição sobre a propriedade da casa de morada (no sentido atual), não foi uma lacuna do Código Civil na sua formulação originária. É que o legislador do BGB não quis admitir um tal direito real especial sobre uma casa ou uma parte do edifício, que em princípio lhe não era desconhecido, por razões da disposição das relações jurídicas sobre bens imóveis e, por isso, intencionalmente não incluiu na lei disposições a esse respeito.

A lacuna, por outro lado, ocorreria nos casos em que a omissão não tenha sido proposital, sendo necessário que a ausência de regra seja suprida de alguma forma pelo

⁶⁹¹ “Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

⁶⁹² LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. 3. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997. p. 525.

aplicador da norma. Segundo lição de Carlos Maximiliano, até o silêncio deve ser interpretado⁶⁹³.

Não há, no ordenamento brasileiro, uma regra basilar para identificar as hipóteses de silêncio eloquente ou lacuna, ficando ao sabor da interpretação jurisprudencial, que pode mudar repentinamente e sem alteração legislativa. Pode-se citar, por exemplo, o caso emblemático da necessidade de outorga conjugal para o aval, em que o STJ decidiu que o silêncio da Lei Uniforme de Genebra a respeito desse requisito foi eloquente e seria suficiente para afastá-lo⁶⁹⁴.

Alguns estudiosos de direito societário já se posicionaram contrariamente à responsabilização civil da companhia, alegando que o silêncio da Lei nº 6.404/1976 a esse respeito foi proposital⁶⁹⁵. Alega-se também que a lei societária teve como intuito preservar o patrimônio da companhia ao atribuir responsabilidade aos administradores e não à pessoa jurídica, objetivo esse que deveria ser preservado e respeitado⁶⁹⁶. Assim, segundo os proponentes da tese da não responsabilização civil da companhia, a ausência de previsão expressa na Lei nº 6.404/1976 sobre o tema deve ser entendida como vedação ao pedido de ressarcimento formulado pelo investidor contra o emissor de valor mobiliário por danos

⁶⁹³ “Não podem os repositórios de normas dilatar-se até a exagerada minúcia prever todos os casos possíveis no presente e no futuro. Sempre haverá lacunas no texto, embora o espírito do mesmo abranja órbita mais vasta, todo o assunto inspirador do Código, a universalidade da doutrina que o mesmo concretiza. Esta se deduz não só da letra expressa, mas também da falta de disposição especial. Até o silêncio se interpreta; até ele traduz alguma coisa, constitui índice do Direito, um modo de dar a entender o que constitui, ou não, o conteúdo da norma” (MAXIMILIANO, Carlos. Op. cit. p. 169-170).

⁶⁹⁴ ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; DIAS, José Carlos Jordão Pinto. Aval e outorga conjugal: análise da interpretação do artigo 1.647 do Código Civil pela doutrina e jurisprudência. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, São Luís, v. 3, p. 78-99, 2017. p. 92-96.

⁶⁹⁵ “Assim, não se previu na Lei das S.A. ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. Tais atribuições são dos administradores, nos termos do art. 157 da Lei das S.A., daí decorrendo a sua responsabilidade pelos danos causados por seu comportamento ilegal” (EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 99). O argumento central de Nelson Eizirik é que: (i) a Lei nº 6.404/1976 é especial e, portanto, afasta a aplicação do Código Civil quanto à responsabilização de administradores e acionistas controladores; e (ii) a Lei nº 6.404/1976 impôs o dever de informar diretamente ao administrador, e não à companhia. (Ibidem. p. 98-99). O primeiro argumento relaciona-se ao suposto silêncio eloquente da Lei nº 6.404/1976, abordado no presente capítulo deste trabalho. Quanto ao segundo ponto, já se explicou que a Lei nº 6.385/1976 e a própria regulamentação da CVM impõem deveres de informação diretamente ao emissor, isto é, à companhia, razão pela qual se entende que o argumento de Nelson Eizirik de que apenas o administrador possui deveres de informação não encontra respaldo no ordenamento jurídico.

⁶⁹⁶ Vide FABIÃO, Bernardo; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **Responsabilização dos emissores por falhas informacionais**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dos-emissores-por-falhas-informacionais-06082019>. Acesso em 11 de abril de 2020; VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A responsabilidade indenizatória por falhas informacionais em companhias abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1. p. 293-298.

decorrentes de falhas informacionais, devendo o pedido ser direcionado exclusivamente contra os administradores⁶⁹⁷.

Se houve, de fato, a intenção de blindar a companhia contra ações de responsabilização civil na lei societária, o legislador não foi suficientemente claro a esse respeito. Na exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976, explica-se que os artigos 157 a 161 se revestem de grande importância, pois buscam “fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário”⁶⁹⁸.

O documento nada menciona sobre a blindagem da companhia. Ao contrário, os formuladores da lei societária consideraram que os instrumentos de responsabilização contidos no então projeto de lei tinham como objetivo tornar efetiva a responsabilidade social do empresário, isto é, da própria companhia. Ainda com base na exposição de motivos, o intuito dos dispositivos acerca da responsabilidade de administradores contidos na Lei nº 6.404/1976, seria de impedir que o controle das companhias fosse “exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade”⁶⁹⁹.

O objetivo da Lei nº 6.404/1976, portanto, não parece ter sido impedir a responsabilização civil da companhia por danos causados a terceiros. Ao contrário, a intenção do legislador, conforme explicada na própria exposição de motivos da lei, foi a de estabelecer instrumentos para fortalecer a responsabilidade social da companhia frente à comunidade em que atua.

Esse intuito não esteve presente apenas na Lei nº 6.404/1976, mas também em outros diplomas que foram promulgados no Brasil desde a década de 1970. Há diversos exemplos de leis que atribuem responsabilidade civil diretamente à pessoa jurídica – inclusive, como não poderia deixar de ser, à companhia –, como o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990), a Lei de Defesa da Concorrência (Lei nº 12.529/2011), a Lei Anticorrupção (Lei

⁶⁹⁷ “Não há, no ordenamento jurídico brasileiro, previsão de que o acionista possa, em razão de dano direto ao seu patrimônio decorrente de divulgações falsas ou incompletas que tenham resultado na sobrevalorização ou depreciação do valor das ações, promover demanda judicial contra a própria companhia para buscar ser ressarcido” (GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019. p. 85). No mesmo sentido: JORGE JUNIOR, Walfrido Warde; VALIM, Rafael. **Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia**. São Paulo: Editora Contracorrente, 2021. p. 58-59.

⁶⁹⁸ BRASIL. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em 16 de setembro de 2021. p. 20-21.

⁶⁹⁹ Loc. cit.

nº 12.846/2013), a Lei de Crimes Ambientais (Lei nº 9.605/1998) e a Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (Lei nº 13.709/2018).

Ainda que o legislador de 1976 tivesse sido claro sobre seu eventual intuito de blindar a companhia contra ações de responsabilização civil – o que, como visto, não parece ter sido o caso –, o próprio desenvolvimento do ordenamento brasileiro teria suplantado essa suposta intenção.

No entanto, assim como a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976 deixa claro que os seus instrumentos de responsabilização tiveram como objetivo reforçar a responsabilidade da companhia perante a comunidade em que atua, o ordenamento, como um todo, desenvolveu-se no sentido de responsabilizar civilmente a pessoa jurídica pelos seus atos, em complemento à (e sem prejuízo da) responsabilização civil dos seus administradores.

A afirmação de que a Lei nº 6.404/1976 impede a responsabilização civil da companhia esbarra ainda no entendimento de José Luiz Bulhões Pedreira, um dos autores da lei, que já se manifestou no sentido de que a ação social prevista do artigo 159 da lei societária não exclui a possibilidade de atribuição de responsabilidade civil à companhia, assim como não impede o ajuizamento de ação individual pelo próprio acionista para pleitear ressarcimento de danos que tenha sofrido diretamente.

Em parecer sobre o tema, José Luiz Bulhões Pedreira explica que a lei societária estabelece um regime especial de responsabilidade civil, cujas normas “excluem a responsabilidade pessoal pelos efeitos de atos regulares de gestão – quem responde por esses efeitos é a companhia, e não o administrador”⁷⁰⁰. Ou seja, a Lei nº 6.404/1976 admite a responsabilidade civil da companhia, imputando a ela os atos regulares de gestão praticados pelos administradores (como será explorado em mais detalhes na seção 4.2.2).

Assim, “o ato que o administrador pratica como órgão da companhia é da pessoa jurídica, e é o patrimônio da companhia que responde pela reparação dos danos que causar a terceiros”, sendo certo que “o administrador que pratica o ato com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto, também responde pessoalmente – com seu patrimônio”⁷⁰¹.

O autor prossegue, esclarecendo que o ato ilícito do administrador pode causar danos à companhia, aos acionistas ou a terceiros⁷⁰². Ao fornecer exemplos de atos que geram danos

⁷⁰⁰ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Responsabilidade civil do diretor de S.A.: ação social e individual: cabimento e prescrição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. p. 405.

⁷⁰¹ Loc. cit.

⁷⁰² A mesma lógica foi aplicada por Orlando Gomes em famoso artigo sobre o tema, no qual afirmou que, pelos “atos injurídicos do administrador, podem ser prejudicados: a) a própria sociedade; b) o acionista; c) terceiro”

aos acionistas, José Luiz Bulhões Pedreira enumera expressamente a hipótese de fornecimento de informações falsas⁷⁰³:

O dano ao patrimônio de acionista pode decorrer de atos como: (a) o de impedir o acionista de exercer direito de preferência ou de participar da Assembleia Geral; (b) a divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras, ou relatórios, que levem o acionista a subscrever ações em aumento de capital por valor superior ao que pagaria se não fosse induzido a erro por essas informações; (c) a inobservância do disposto no § 3º do artigo 124 da lei sobre convocação de assembleias gerais em companhias fechadas; (d) a inobservância do prazo legal de convocação da Assembleia Geral Ordinária etc.

Como se isso não bastasse, a falha informacional também é citada pelo jurista como hipótese de ato capaz de causar dano a terceiros⁷⁰⁴:

A divulgação de demonstrações financeiras ou relatórios falsos e o uso de informação privilegiada são exemplos de atos ilícitos de que decorrem danos a patrimônios de terceiros. As demonstrações falsas podem induzir terceiro a conceder à companhia crédito maior do que lhe daria se conhecesse a situação financeira ou os fatos verdadeiros, e que posteriormente se verifica ser incobrável.

A partir da lição de José Luiz Bulhões Pedreira, constata-se que, se a falha informacional causar dano direto ao acionista, reduzindo-lhe o patrimônio ao distorcer a cotação das ações, o ressarcimento de tais danos pode ser pleiteado pelo acionista diretamente contra o administrador (artigo 159, § 7º, da Lei nº 6.404/1976) ou contra a companhia se o ato de divulgação lhe for imputável (como será examinado nas seções 4.2.2 a 4.2.5 abaixo).

Em sentido semelhante ao exposto, está a lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães, para quem “a legislação aplicável às sociedades anônimas não se refere a essa responsabilidade da empresa social, mas não o fez simplesmente por se tratar de princípio geral e de norma aplicável em todo o direito civil e comercial relativo às sociedades”⁷⁰⁵.

Desse modo, o argumento de que a Lei nº 6.404/1976 silenciou propositalmente sobre a possibilidade de a companhia ser responsabilizada civilmente perante terceiros por falhas informacionais carece de evidências fáticas e suporte dogmático.

Quanto à Lei nº 6.385/1976, entende-se que seu silêncio foi suprido pela Lei nº 7.913/1989, que admite expressamente o ajuizamento de ação individual para buscar o

(GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 8, p. 11-16, 1972. p. 12).

⁷⁰³ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Responsabilidade civil do diretor...** Op. cit. p. 406.

⁷⁰⁴ Loc. cit.

⁷⁰⁵ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 52. A mesma opinião foi reafirmada pelo autor em LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Novos Pareceres**. São Paulo: Singular, 2018. p. 1618.

ressarcimento de danos causados pela “omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa” (artigo 1º, III)⁷⁰⁶. Ademais, como ressalta Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, o artigo 9º, VI, da Lei nº 6.385/1976, faz ressalva expressa com relação à possibilidade de responsabilização nas esferas cível e criminal dos autores de infrações às normas que regem o mercado de valores mobiliários⁷⁰⁷.

Além das afirmações quanto ao silêncio do legislador, há ainda argumentos no sentido de que a Lei nº 6.404/1976 imputou o dever de informar diretamente ao administrador, e não à companhia. Segundo os defensores dessa tese, não seria possível responsabilizar a companhia pela violação de dever que, na realidade, é do administrador. Trata-se de argumento incorreto do ponto de vista técnico.

Viu-se, na seção 2.4 deste trabalho, que é possível identificar nas normas, de forma clara, as hipóteses em que o dever de informar recai diretamente sobre o administrador (dever do administrador de informar os acionistas da companhia e os investidores de mercado) e sobre a própria companhia, enquanto emissora de valores mobiliários (dever do emissor de informar os investidores de mercado).

A fragilidade do argumento leva os seus próprios defensores a posicionamentos contraditórios. Por exemplo, em dissertação sobre o tema, Bruno Miranda Gontijo alega que a regulação atribui ao DRI a tarefa de realizar as divulgações ao mercado e, portanto, “sob o ponto de vista propriamente da companhia, ainda que ela aja por meio de seus administradores, em última análise, a prática do ilícito decorre dos atos ou omissões dos membros da sua administração”⁷⁰⁸.

A afirmação do autor é irreconciliável com a teoria organicista, pois ao mesmo tempo em que admite que a companhia age por meio de seus órgãos, alega que a mesma companhia não pode ser responsabilizada pelos seus próprios atos, adotados por meio de seus órgãos. A afirmação também ignora o texto expresso do artigo 46 da Instrução CVM nº 480/2009,

⁷⁰⁶ Neste sentido, recorre-se novamente à lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães: “A legislação posterior explicitou melhor ainda a responsabilidade da companhia não somente perante os acionistas, mas também em face de todos os investidores no mercado de valores mobiliários, como se verifica tanto na lei penal (Lei nº 4.792/1986, artigos 3º, 4º, 6º, 7º e 18, e 21, parágrafo ún.), como na Lei nº 7.193/1989, que, sobre ser uma lei de índole processual, tem também caráter material, pois cogita de uma ação civil específica, a ser intentada pelo Ministério Público. Incluindo uma norma de direito substantivo, esse diploma assegura o direito individual dos investidores (não apenas acionistas), porventura lesados, de pedir reparação em face da companhia, enumerando as infrações que dão ensejo à responsabilidade no campo do mercado de capitais” (Loc. cit.).

⁷⁰⁷ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2021. p. 111.

⁷⁰⁸ GONTIJO, Bruno Miranda. Op. cit. p. 83.

segundo o qual a “responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários”. Embora seja norma administrativa, seu comando reforça a constatação de que a responsabilização do administrador, ainda que seja possível, não necessariamente afasta a responsabilidade do emissor.

O autor prossegue afirmando, de forma aparentemente contraditória, que, embora o emissor não se exima de responsabilidade pelas declarações de seus administradores, as ações de ressarcimento deveriam ser direcionadas “igualmente” contra esses administradores, e não apenas contra os emissores⁷⁰⁹.

Similarmente, Walfrido Warde Jorge Junior e Rafael Valim afirmam que a companhia responde perante terceiros pelos atos de seus empregados e/ou administradores, exceto nas hipóteses em que o acionista é a parte prejudicada⁷¹⁰. Ora, na medida em que o acionista não se confunde com a companhia e, portanto, é terceiro com relação a ela, não faria sentido privá-lo da possibilidade de pleitear indenização pelos prejuízos que sofrer pelos seus atos.

Reputa-se válido o questionamento sobre os possíveis efeitos deletérios que a responsabilização civil do emissor pode causar, os quais foram explorados de forma minuciosa no estudo de Bruno Miranda Gontijo e que serão abordados na seção 4.5 desta tese. Não obstante, do ponto de vista dogmático, a negação da possibilidade de responsabilização civil da companhia perante investidores de mercado em função de suposta incompatibilidade com o sistema de responsabilidade civil da Lei nº 6.404/1976 ou da Lei nº 6.385/1976 carece de fundamento técnico.

Por fim, cumpre rechaçar afirmação de Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos e Igor Muniz de que a CVM já teria se posicionado contrariamente à responsabilização da companhia por violações informacionais. Os autores citam⁷¹¹ trecho do voto proferido pelo diretor Gustavo Machado Gonzalez no processo administrativo sancionador nº 16/2013⁷¹².

⁷⁰⁹ “Sendo assim, ainda que o próprio emissor de valores mobiliários não se exima da responsabilidade decorrente de falha informacional, quaisquer demandas nesse sentido deveriam igualmente ser direcionadas contra os administradores que prestaram declarações inverídicas ou não verossímeis ou que, tendo entre suas funções a divulgação de informações ao mercado, deixaram de fazê-lo” (Loc. cit.).

⁷¹⁰ “Serão sempre os seus empregados e/ou administradores a causar dano a terceiros. Ainda assim, a companhia responde, mesmo que a LSA, como vimos, assegure aos terceiros também ação contra o administrador que tiver dado causa ao dano. Não o faz com relação aos acionistas, os quais a lei tutela, ofertando-lhes meios, estruturas e instrumentos para mitigar os eventuais conflitos de agência, que estão na causa da delinquência de controladores e de administradores” (JORGE JUNIOR, Walfrido Warde; VALIM, Rafael. Op. cit. p. 58).

⁷¹¹ Vide FABIÃO, Bernardo; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. Op. cit. p. 299-300.

⁷¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador nº 16/2013. Relator Diretor Henrique Machado. Julgado em 19/02/2019.

11. A questão que se coloca neste processo é, em última instância, a mesma que se apresenta nos processos sancionadores instaurados para apurar responsabilidade pela não elaboração ou entrega de informações periódicas e eventuais. Naqueles casos, há muito a CVM adota a política de não incluir as companhias emissoras no rol de acusados. Os processos sancionadores instaurados para apurar responsabilidade por infração ao artigo 100 são menos numerosos, mas também nesses casos a responsabilidade tem sido imputada aos administradores e não à companhia aberta.

Duas importantes ressalvas devem ser feitas ao entendimento do diretor Gustavo Machado Gonzalez, transcrito acima. A primeira delas é que o caso analisado não tinha relação com violações informacionais, mas sim com a falha da companhia e de seus administradores em manter a regularidade de livros de atas das reuniões da diretoria, nos termos do artigo 100, VI, da Lei nº 6.404/1976.

Muito embora o diretor tenha comparado a hipótese das falhas de divulgação à da irregularidade dos livros societários para sustentar que, em ambos os casos, apenas os administradores deveriam ser responsabilizados, trata-se de comparação que reflete apenas a sua visão – já que a questão informacional não era objeto do julgamento – e que foi utilizada para fins de argumentação⁷¹³, de modo que ela não vincula a CVM a um suposto posicionamento contrário à responsabilização da companhia aberta no caso de violações informacionais.

A segunda ressalva é a de que, no julgamento do caso, dois diretores da CVM votaram a favor da condenação da companhia pela falha na manutenção do livro societário (diretores Henrique Machado e Carlos Alberto Rebello Sobrinho), enquanto outros dois votaram contrariamente à condenação (o diretor Gustavo Machado Gonzalez e o diretor presidente Marcelo Barbosa), de modo que a companhia foi absolvida em função do princípio *in dubio pro reo*.

Desse modo, apesar de os autores Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos e Igor Muniz tratarem a decisão da CVM no processo administrativo sancionador nº 16/2013 como comprovação de que a autarquia teria se posicionado contrariamente à responsabilização da companhia por violações informacionais, percebe-se que não há, na referida decisão, qualquer indicação relevante nesse sentido.

Descartada a hipótese de que as Leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976 impedem a responsabilização civil da companhia por danos causados a investidores em função da

⁷¹³ Pode-se fazer alusão, nesse caso, ao conceito de “*dictum*”, abreviação da expressão “*obiter dictum*”, utilizado no direito norte-americano para referir-se a trechos de decisões que possuem força meramente retórica e não vinculam o entendimento da corte, tampouco criam precedente. Vide LEGAL INFORMATION INSTITUTE. **Dictum**. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/dictum>. Acesso em 12/09/2021.

divulgação de informações falsas ou imprecisas, é preciso determinar qual seria o fundamento legal da obrigação de indenizar e as circunstâncias que permitem a imputação dessa obrigação à companhia.

4.2 **Imputação da responsabilidade civil pelas informações falsas ou imprecisas divulgadas ao mercado a partir da teoria organicista**

Esta seção dedica-se ao estudo da imputação de responsabilidade civil da companhia no caso específico da divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores. Há diversas nuances nessa situação que devem ser examinadas com cuidado, pois, como já se expôs na seção 2.4, os deveres de informar da companhia e de seus administradores muitas vezes aproximam-se e, até mesmo, sobrepõem-se. Assim, é preciso separar as hipóteses de imputação de responsabilidade à companhia, à companhia e seus administradores e apenas aos administradores.

4.2.1 A fonte legal da obrigação da responsabilidade civil da companhia por violação do dever de informar

Ausente norma específica sobre a responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar, aplica-se o regime geral de responsabilidade civil disposto no Código Civil. Essa não é apenas uma conclusão a que se chega naturalmente pela análise do ordenamento brasileiro, que tem o Código Civil como base normativa das obrigações no direito privado⁷¹⁴. Trata-se, também, de uma conclusão extraída a partir de um exame dogmático mais detido sobre o tema.

Examinou-se, na seção anterior que o silêncio da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976 não afastou a possibilidade de responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar. Além dos argumentos já expostos sobre a questão, é possível afirmar que, por meio do Código Civil, o legislador supriu o silêncio da lei societária. Conforme artigo 1.089 do Código Civil, “[a] sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”. Desse modo, a omissão do

⁷¹⁴ “O Código Civil de 2002 optou, assim, pela unificação do direito privado, pelo menos no que respeita ao direito das obrigações, mantendo-se o Código Civil como ‘lei básica, embora não-global, do direito privado’, na lista de pensamento de notáveis juristas [...]. A unidade do direito privado, ou pelo menos, do direito das obrigações, não prejudica, porém, a autonomia científica e didática do direito civil e do comercial. Tira deste, porém, a natureza de matéria especial” (AMARAL, Francisco. **Direito civil – introdução**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 138-139).

legislador de 1976 foi expressamente suprida porque as disposições do Código Civil se aplicam às sociedades anônimas naquilo que a lei especial for silente.

Mesmo na vigência do Código Civil de 1916, esse mesmo raciocínio era válido. Conforme já afirmava Trajano de Miranda Valverde ao comentar o Decreto-Lei nº 2.627/1940, a “ação de responsabilidade ou reparação civil dos terceiros obedece às regras do direito comum, menos no que se relaciona com a prova da culpa ou dolo do diretor, na hipótese de atos violadores da lei ou dos estatutos”⁷¹⁵.

A responsabilidade civil é uma das principais fontes de obrigações no direito privado, “ao lado dos contratos, das declarações unilaterais de vontade e das demais hipóteses que a lei estabelece para esse fim”⁷¹⁶. O seu fundamento legal está no artigo 927, *caput*, do Código Civil, o qual impõe o dever de reparação à pessoa que, por ato ilícito, causar dano a outrem⁷¹⁷. Além do ato ilícito, seja por violação de direito (artigo 186) ou abuso do direito (artigo 187), o exercício de atividade arriscada também gera responsabilidade civil para aquele que o realiza, independentemente de culpa, caso gere dano a alguém⁷¹⁸.

O Código Civil estabelece diferentes espécies de responsabilidade civil, que podem variar, por exemplo, em função da natureza dos direitos subjetivos lesados (relativos, com base contratual, ou absolutos, com base na lei) ou do fundamento da responsabilidade (existência ou não de culpa). Antes de explorar a espécie de responsabilidade civil decorrente de violações do dever de informar da companhia, cabe examinar os critérios de imputação dessa obrigação.

A análise da imputação da responsabilidade civil por violação do dever de informar é necessária e relevante, pois não faria sentido estudá-la sem saber a quem ela deve ser imputada. A antijuridicidade de um ato nasce da prática contrária ao direito e envolve, em algum grau, um elemento de voluntariedade no ato, o qual exige um juízo de imputação ou, em outras palavras, a atribuição do ato ao seu autor⁷¹⁹.

Nas palavras de Orlando Gomes, a “imputabilidade é a idoneidade psíquica do agente para querer e entender, em síntese, a capacidade de discernimento”⁷²⁰. Na medida em que a companhia possui vontade própria, formada no âmbito de sua hierarquia societária e

⁷¹⁵ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 324.

⁷¹⁶ *Ibidem*. p. 546.

⁷¹⁷ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

⁷¹⁸ “Art. 927. [...] Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

⁷¹⁹ STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1. p. 156.

⁷²⁰ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 74.

externada pelos seus diretores, ela adquire não só a capacidade de agir, como também a capacidade de delinquir.

O fato de a companhia formar e expressar a sua vontade por meio dos seus diretores pode dificultar, em algumas situações, a análise da imputação da responsabilidade civil. Deve-se estabelecer critérios claros para delimitar as hipóteses em que obrigação de ressarcir recai sobre a companhia e as hipóteses em que a obrigação recai sobre os administradores. Os critérios de imputação devem ser estabelecidos conforme a teoria organicista.

4.2.2 Imputação da responsabilidade civil à companhia

O artigo 47 do Código Civil consagrou a regra geral de que os atos dos administradores, quando praticados no limite de seus poderes definidos no ato constitutivo, vinculam apenas a pessoa jurídica⁷²¹. Não seria exagero afirmar que o dispositivo, assim como o artigo 1.022 do Código Civil, representa a positivação da teoria organicista, abordada na seção 4.1 acima.

Ainda que possa parecer trivial em alguns casos, a imputação de atos dos administradores à companhia ainda causa certa confusão, ao ponto de levar alguns a defenderem que o emissor de valores mobiliários não deve ser responsabilizado por violações informacionais cometidas por meio de seus diretores⁷²². No entanto, afastar a responsabilidade civil da companhia pelos atos realizados por meio de seus órgãos significaria afastar, igualmente, a capacidade da companhia de ser centro de imputação de relações jurídicas.

No contexto específico do dever de informar, se, por um lado, é verdade que administradores possuem deveres de prestar informação que não se relacionam com os da companhia (como, por exemplo, o dever de revelar certos fatos à assembleia geral ordinária da companhia, conforme artigo 157, §1º, da Lei nº 6.404/1976), por outro lado, é inegável que a própria companhia possui, como emissora de valores mobiliários publicamente negociados no mercado, deveres de informação que lhe são impostos diretamente pelo texto legal, como a obrigação de divulgar fatos relevantes⁷²³, dentre outros exemplos possíveis (já explorados na seção 2.4.3 desta tese).

⁷²¹ “Art. 47. Obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo”.

⁷²² Vide, por todos: (i) EIZIRIK, Nelson. A “**Fraud-On-The-Market Theory**”... Op. cit. p. 99; e (ii) GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas...** Op. cit. p. 85.

⁷²³ Conforme expressamente determinado pela redação do artigo 22, § 1º, VI, da Lei nº 6.385/1976, o dever de divulgar fato relevante recai diretamente sobre a companhia: “Art. 22 [...] § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: [...] VI - a divulgação de deliberações da

Já se mencionou que, a partir da teoria organicista da administração, enxerga-se na pessoa jurídica um centro de imputação de direitos e obrigações. O reconhecimento da capacidade da pessoa jurídica de ser centro de imputação de relações jurídicas é resultado do amadurecimento do direito sobre a atribuição de personalidade a entes coletivos.

A ideia da autonomia jurídica de entidades coletivas, como pessoas distintas dos seus membros⁷²⁴, começou a ser estudada no âmbito do direito canônico, que enxergava a Igreja como uma entidade perene, com existência autônoma⁷²⁵. Junto do materialismo que permeava o direito germânico, a ideia de autonomia jurídica de entes coletivos do direito canônico forneceu a base da concepção moderna da pessoa jurídica, pela qual se reconhece a autonomia de “um conglomerado de pessoas naturais, dotado, porém, de uma existência que não se confunde com a de nenhum de seus membros”⁷²⁶.

Além das teorias que deram origem à ideia de personificação de entes coletivos, outras teorias desenvolveram-se para explicar o fenômeno e justificar a sua existência. Essas teorias dividem-se entre aquelas que negam a existência da pessoa jurídica, encarando-a como criação arbitrária da lei, e aquelas que admitem a existência real de grupos sociais com interesses próprios⁷²⁷. As teorias do primeiro grupo seriam as da ficção, da representação e do patrimônio com fim, enquanto as teorias do segundo grupo seriam as da vontade, da realidade objetiva e da realidade técnica⁷²⁸.

Dentre as teorias que negam existência à pessoa jurídica, a teoria da ficção, cujo desenvolvimento é, geralmente, atribuído a Savigny, propõe que a pessoa jurídica seria uma ficção resultante de técnica jurídica que confere atributos de personalidade a um ente coletivo⁷²⁹. A teoria da representação apresenta-se como uma pequena variação da teoria da ficção, restringindo a personificação apenas ao órgão representativo da pessoa jurídica⁷³⁰. A

assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

⁷²⁴ Conforme notícia Francisco Amaral, embora o direito romano reconhecesse a existência de entidades coletivas, elas não eram consideradas como entes independentes e autônomos. “O direito romano não conheceu a pessoa jurídica como entidade distinta dos indivíduos que a compõem. Essencialmente práticos, não eram dados a tais abstrações” (AMARAL, Francisco. Op. cit. p. 277).

⁷²⁵ “Os fiéis estavam na Igreja, mas não eram a Igreja: a Igreja era um corpus místico; era uma entidade espiritual e, entretanto, dotada de uma existência material sensível. Partindo destes dados, os canonistas imaginaram esta personalidade abstrata que podem ter certas organizações coletivas e que não se confunde com os membros que nela momentaneamente se encontram” (DANTAS, Francisco Clementino de San Tiago. **Programa de direito civil**. 2. ed. Rio de Janeiro, Editora Rio., 1979. p. 207).

⁷²⁶ Ibidem. p. 208.

⁷²⁷ ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. **A pessoa jurídica e os direitos da personalidade**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 32

⁷²⁸ Loc. cit.

⁷²⁹ Ibidem. p. 33.

⁷³⁰ Ibidem. p. 34.

teoria do patrimônio com fim, por sua vez, explica a capacidade da pessoa jurídica a partir da ideia de destinação especial dada a patrimônio. Nega-se, dessa forma, a existência da pessoa jurídica, qualificada apenas como um patrimônio com destinação especial⁷³¹.

Há ainda outras teorias no grupo daquelas que negam a existência da pessoa jurídica, como a teoria da propriedade coletiva de Marcel Planiol, que identifica nas pessoas fictas um patrimônio comum pertencente a uma pluralidade de pessoas, e a teoria dos “destinatários-sujeitos” de Von Jhering, para quem os verdadeiros sujeitos de direito não seriam as pessoas coletivas, mas sim os seus membros⁷³².

No grupo das teorias que admitem a existência da pessoa jurídica, pode-se citar a teoria orgânica, associada ao trabalho de Otto Von Gierke, que considera a pessoa jurídica como um grupo social que nasce naturalmente, tal como uma pessoa natural, e que, portanto, passa a ser titular de direitos e deveres a partir do seu nascimento⁷³³.

Há também a teoria da vontade, a qual sustenta que a atribuição de personalidade ao ente coletivo é resultado da vontade a serviço de um interesse, embora essa teoria confira à vontade uma autonomia que ela não possui⁷³⁴.

Pode-se destacar, ainda, a teoria de Francesco Ferrara, que considera a personalidade como um atributo jurídico concedido pelo direito, ou seja, “uma qualidade que o direito objetivo confere a um determinado ser (persona, pela própria etimologia da palavra, seria um ‘ator’ na vida jurídica)”⁷³⁵.

Por fim, a teoria mais aceita atualmente é a da realidade técnica, que se situa entre a teoria da ficção e a teoria orgânica, admitindo que a pessoa jurídica existe de fato no plano jurídico, “não como uma realidade corporal, mas ideal”⁷³⁶.

Com bases na revisão dessas teorias, San Tiago Dantas conclui que a pessoa jurídica é capaz de cumprir deveres e exercer direitos em função de técnicas de combinação das vontades de seus membros, por meio de deliberações e hierarquia, de modo que “se consegue

⁷³¹ “Coube a Brinz formular a teoria do patrimônio com fim, integrante do bloco daquelas que negam a existência da pessoa jurídica como titular de direitos. A única diferença entre a pessoa jurídica e a pessoa natural é a destinação especial que é dada ao patrimônio da primeira” (Loc. cit.).

⁷³² Ibidem. p. 35-37.

⁷³³ Ibidem. p. 38.

⁷³⁴ Loc. cit.

⁷³⁵ Ibidem. p. 40.

⁷³⁶ Ibidem. p. 39. Essas teorias também estão expostas em DANTAS, Francisco Clementino de San Tiago. Op. cit. p. 208-212. Outros autores comentam sobre as diversas teorias acerca da personalidade jurídica. Para os fins do presente trabalho, o aprofundamento do assunto não é necessário. Para maiores detalhes sobre a discussão, vide: (i) AMARAL, Francisco. Op. cit. p. 280-284; (ii) CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 68-78; e (iii) SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 48-58.

estabelecer uma vontade una e uma responsabilidade una e aí se tem, então, um centro de imputação perfeitamente válido, perfeitamente legítimo”⁷³⁷.

Os atos dos diretores são imputáveis à pessoa jurídica, pois eles apenas manifestam e efetivam, para a produção dos devidos efeitos jurídicos, uma vontade unificada resultante de um processo de combinação das vontades individuais distintas dos membros de um ente coletivo. Os diretores, atuando como órgãos da companhia, são meios para a prática de atos de vontade da pessoa jurídica, garantindo a produção de efeitos jurídicos por ela pretendidos⁷³⁸.

Em outras palavras, o diretor somente será pessoalmente responsável civilmente pelos atos que praticar fora do seu escopo de atuação como órgão da companhia, seja por que (i) o diretor pratica o ato em nome próprio, ou por que (ii) o diretor pratica o ato excedendo os seus poderes, de forma incompatível com a vontade da companhia formada no bojo da hierarquia societária (como será visto em mais detalhes na seção 4.2.3 abaixo).

No caso das sociedades anônimas, a capacidade da pessoa jurídica de assumir obrigações e direitos foi reforçada pelo desenvolvimento do viés institucional da companhia, em especial no caso da companhia aberta⁷³⁹, e pela teoria organicista, que atribui aos diretores o poder-dever de agir em nome dela e de vinculá-la aos seus atos⁷⁴⁰. Nesse sentido, é clara a orientação da Lei nº 6.404/1976, conforme artigo 138, § 1º, de atribuir aos diretores a competência privativa para representar a companhia perante terceiros⁷⁴¹.

⁷³⁷ DANTAS, Francisco Clementino de San Tiago. Op. cit. p. 212.

⁷³⁸ Conforme explicação de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “o direito societário adotou a teoria institucionalista da companhia, segundo a qual a sociedade anônima é encarada como um ente coletivo estruturado mediante a organização de diferentes centros de imputação de poderes funcionais, estabelecidos por lei, tanto para a formação da vontade coletiva como para a sua exteriorização, execução e fiscalização. Esses polos de atribuições de poderes, componentes e integrantes da sociedade, são designados pela própria legislação de órgãos sociais. Órgãos sociais são, portanto, núcleos de imputação de poderes funcionais, exercidos por um ou mais indivíduos, de que são investidos com o objetivo de expressar a vontade imputável à pessoa jurídica. Entre esses órgãos sociais, a que são atribuídas funções determinadas, estão os órgãos da administração, encarregados das funções de gestão e de representação do ente coletivo. Daí dizer-se que o vínculo que liga o administrador à companhia, investido das funções de gestão e representação, não provém de nenhuma relação de índole contratual, mas de uma relação orgânica, derivada do estatuto legal do anonimato” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 55-56).

⁷³⁹ “Diante do seu caráter institucional e do interesse do público investidor envolvido, a companhia aberta é considerada uma organização, com diversos centros de imputação de poderes-deveres, que formam a vontade da sociedade e a representam. Esta vontade social é, em particular, manifestada pelos órgãos administrativos e representativos da pessoa jurídica, de modo que os atos deles são os próprios atos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 29-30).

⁷⁴⁰ Loc. cit.

⁷⁴¹ “Art. 138. [...] § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores”.

A orientação geral de imputação do ato do diretor à companhia foi adotada pela Lei nº 6.404/1976 em seu artigo 158, *caput*, que exime o administrador de responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade por meio de atos regulares de gestão⁷⁴².

Segundo Luiz Antonio Sampaio Campos, “[o] *caput* do artigo 158 deixa claro que o administrador, em regra, não guarda nenhuma responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão”⁷⁴³. Ao agir como órgãos da companhia, estabelecendo relações com terceiros, os diretores vinculam a sociedade à vontade manifestada⁷⁴⁴.

As obrigações contraídas em nome da sociedade não se limitam apenas às aquelas decorrentes de negócios jurídicos, mas também incluem as obrigações nascidas de outras fontes⁷⁴⁵, como a responsabilidade civil. A atribuição do ato do diretor à sociedade, ainda que para fins de imputação de responsabilidade, é fruto da evolução técnica acerca da capacidade delitual da pessoa jurídica⁷⁴⁶.

Portanto, quando o diretor pratica ato regular de gestão, não deve haver dúvidas de que a companhia responde por tal ato⁷⁴⁷. Nesses casos, imputa-se o ato à companhia, “que por ela responde com exclusividade, não havendo qualquer responsabilidade pessoal do administrador”⁷⁴⁸. Ainda que a regra não esteja expressa no artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, ela é consequência lógica da interpretação do dispositivo: se o diretor não é responsável pessoalmente pelo ato regular de gestão, a única conclusão possível é que a responsabilidade por tal ato é imputável à companhia⁷⁴⁹.

⁷⁴² Conforme a primeira parte do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976: “O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”.

⁷⁴³ CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Op. cit. p. 873.

⁷⁴⁴ “Na medida em que ele age como órgão da companhia, no relacionamento com terceiro, estabelece obrigações para a pessoa jurídica, atuando, portanto como seu representante” (EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 51).

⁷⁴⁵ As fontes das obrigações são, resumidamente, o ato ilícito, o negócio jurídico (bilateral ou unilateral) e a lei (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Fundamentos do Direito Civil – Obrigações**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 2. p. 4).

⁷⁴⁶ “No direito romano, não havia, dissemos, vontade coletiva da universitas, exceto no direito público. [...] Não podia delinquir, nem proceder com dolo ou culpa. A Idade Média criou a capacidade delitual da pessoa jurídica. A responsabilidade da pessoa jurídica, inclusive do Estado, pelo ato do seu órgão como tal, corresponde a momento de longa evolução técnica, em que só se exige para a responsabilidade a culpa, ou a simples causação no exercício das funções. O ato é próprio, não do órgão como outra pessoa. [...] Precisa, para se considerar ilícito, ser, da parte da pessoa jurídica, contra direito” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Pessoas Físicas e jurídicas...** Op. cit. p. 402-403).

⁷⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 54.

⁷⁴⁸ Loc. cit.

⁷⁴⁹ “Como decorrência da personalidade jurídica reconhecida à companhia (CC, arts. 44, II, e 985) e da sua estruturação orgânica, a nossa lei societária – expressando solução que se imporia mesmo diante de seu silêncio – prevê a irresponsabilidade pessoal do administrador por atos regulares de gestão. De fato, na condição de órgão

O ato regular de gestão é aquele praticado pelos administradores nos limites das atribuições e dos poderes que lhe são conferidos pela lei e pelo estatuto social. Ao praticar o ato regular de gestão, o administrador está “coberto pelo manto protetor que o isenta de responsabilidade”⁷⁵⁰. Isso não significa dizer, no entanto, que a companhia está isenta de responsabilidade se o administrador pratica um ato irregular de gestão, pois há inúmeros casos em que a companhia responde mesmo nessa hipótese⁷⁵¹.

A divulgação de informações ao mercado configura ato de gestão dos diretores da companhia. Ao divulgar informações ao mercado, o diretor, atuando como órgão da companhia, pratica o ato com o objetivo de cumprir obrigação legal da própria pessoa jurídica, de modo que a ela deve ser imputado o ato.

Por esse motivo, Luís Gastão Paes de Barros Leães entende que, ao colocar seus valores mobiliários para negociação no mercado, a companhia submete-se às regras gerais de responsabilidade civil, respondendo por eventuais prejuízos causados por falhas de divulgação. A responsabilidade por esses atos é da própria companhia⁷⁵². Dito de outra forma, como a lei estabelece a obrigação de prestação de informações fidedignas ao mercado pelas companhias, a falha dos órgãos de administração em cumprir a determinação legal pode ser imputada à companhia⁷⁵³.

Parece claro, portanto, que os atos regulares de gestão praticados por diretores vinculam as companhias, sendo elas as responsáveis por eventuais danos causados a terceiros. No entanto, não são apenas os atos regulares de gestão dos diretores que podem vincular a companhia perante terceiros. Os atos irregulares de gestão, isto é, aqueles praticados com culpa, dolo ou violação da lei ou do estatuto social, também podem vincular a companhia, sem prejuízo da responsabilidade concomitante do diretor. É o que se verá na seção seguinte.

da sociedade, o administrador exterioriza a vontade social (LSA, art. 144) e, perante terceiros, é a própria sociedade quem estará assumindo obrigações e exercendo direitos e poderes (CC, art. 47; LSA, art. 158)” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit. p. 211).

⁷⁵⁰ CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Op. cit. p. 874.

⁷⁵¹ “Deve-se distinguir, ainda, que o fato de não haver ato regular de gestão não significa, necessariamente, que a companhia fica desobrigada do ato. Há inúmeros casos em que são praticados atos irregulares por parte dos administradores e nem por isso a companhia fica desobrigada” (Loc. cit.).

⁷⁵² “Acresce que, no caso de balanço de exercício, avisos de fato relevante que deveriam ser publicados e não o foram, prospectos incompletos e outros atos societários, afigura-se patente na lei societária que a responsabilidade é da sociedade, por se tratarem de atos complexos, de que participam os diversos órgãos da sociedade, com a contribuição de diversos funcionários e conselheiros” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 53).

⁷⁵³ “Portanto, a responsabilidade dos órgãos da sociedade tem natureza extracontratual, pois não decorre de uma relação meramente obrigacional, mas da própria Lei, como no caso de violação do dever de prestar informações fidedignas ao mercado, previsto nos artigos 1º da Lei 7.913/89 e 3º, VI e X da Lei 1.521, bem como em normas da CVM. Assim, os atos realizados pelos seus órgãos são considerados atos da própria sociedade, imputáveis a ela, pois é a sua vontade que se manifesta nos atos de gestão dos seus administradores” (CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico...** Op. cit. p. 29).

4.2.3 Imputação da responsabilidade civil à companhia e aos diretores

A segunda parte do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 estabelece as hipóteses em que o administrador responde pessoalmente pelos seus atos. O administrador poderá ser responsabilizado pessoalmente se: (i) embora agindo dentro de suas atribuições, atuar com culpa ou dolo, sendo esses dois conceitos entendidos como a culpa civil, conforme artigo 158, I, da Lei nº 6.404/1976⁷⁵⁴; ou (ii) praticar atos com violação da lei ou do estatuto, nos termos do artigo 158, II, da Lei nº 6.404/1976.

A diferença entre os dois dispositivos é objeto de discussão na doutrina, que em geral considera que o inciso I do artigo 158 cria uma responsabilidade civil com culpa, enquanto o inciso II estabelece hipótese de responsabilidade civil sem culpa ou com culpa presumida, invertendo-se o ônus da prova⁷⁵⁵. Assim, no caso de violação da lei ou do estatuto social, caberia ao administrador demonstrar que, “embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo”⁷⁵⁶.

A presunção de culpa no caso de violação da lei ou do estatuto já era defendida por Trajano de Miranda Valverde na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, que tratava da hipótese em seu artigo 121, § 1º, II⁷⁵⁷. No entanto, esse não é o único entendimento existente.

Pode-se citar, nesse contexto, o entendimento de Fábio Ulhoa Coelho. Segundo o autor, não há distinção prática entre as hipóteses do inciso I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, já que o ato ilícito culposo do administrador invariavelmente caracteriza violação do estatuto social ou da lei, de modo que não seria cabível a interpretação de que, no caso de violação do estatuto social ou da lei, haveria presunção de culpa. O autor afirma⁷⁵⁸:

⁷⁵⁴ EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 53.

⁷⁵⁵ “Parece-nos que na hipótese do n. II do art. 158 ocorre uma inversão do ônus da prova, devendo considerar-se que há, portanto, uma presunção da culpa do administrador quando ele infringe a lei ou o estatuto. Com efeito, ao invés da distinção radical entre responsabilidade objetiva e subjetiva, a evolução do direito, na matéria, inclina-se no sentido da aceitação de situações intermediárias, nas quais avultam os mecanismos das presunções e das provas em contrário. Mais prudente, então, é presumir-se a culpa de sua parte, cabendo-lhe, porém, provar a ausência de responsabilidade” (Loc. cit.).

⁷⁵⁶ Loc. cit.

⁷⁵⁷ “Dir-se-á que a lei presume, nesses casos, a culpa do diretor pelo que a ele incumbirá provar que a violação da lei ou dos estatutos resultou de circunstâncias especialíssimas, por ele não provocadas ou relativamente às quais não podia ele ter nenhuma influência, ou, ainda, que os prejuízos verificados ocorreriam em qualquer hipótese. É o princípio da inversão da prova, que a lei alemã de 1937, § 84, nº 2, generalizou, mas que o decreto-lei só consignou no caso de prejuízos derivantes de ações ou omissões infringentes da lei ou dos estatutos” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 319).

⁷⁵⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2. p. 501-502.

As duas hipóteses elencadas pelo art. 158 da LSA na definição da responsabilidade dos administradores são interdefiníveis. Com efeito, a ação culposa ou dolosa é, forçosamente, ilícita, violadora da lei. Se, por exemplo, o administrador deixa de aplicar disponibilidades financeiras da sociedade, age com negligência ou até imperícia. A natureza culposa de sua omissão é, assim, clara e indiscutível. Contudo, esse mesmo comportamento também caracteriza a inobservância dos deveres de diligência e de lealdade estabelecidos em lei (arts. 153 e 155 da LSA). Conseqüentemente, o administrador que age com culpa viola a lei. Por outro lado, toda violação à lei ou aos estatutos é uma conduta culposa ou dolosa. O administrador que descumpra norma legal ou cláusula estatutária, se não atua conscientemente, está sendo negligente, imprudente ou imperito. Pois bem, em razão da interdefinibilidade das hipóteses de responsabilização civil dos administradores de sociedade anônima, não há, ressalte-se, que distinguir a natureza destas. O que se afirma sobre a responsabilidade fundada no inciso I do art. 158 da LSA aplica-se inevitavelmente à fundada no inciso II do mesmo dispositivo. Assim, não cabe nenhuma separação entre as duas hipóteses destacadas pelo legislador, que reclamam tratamento uniforme.

Marcelo Von Adamek fornece outras duas explicações para a existência das duas hipóteses de responsabilização do administrador elencadas pelo artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976: (i) embora possam ser reduzidas a uma regra apenas, os dois dispositivos descrevem formas distintas de caracterização da culpa do administrador; e (ii) sob a mesma epígrafe de responsabilidade dos administradores, a lei buscou tratar de duas situações distintas, nas quais o ato do administrador pode vincular apenas ele ou também a companhia perante terceiros⁷⁵⁹.

O autor alinha-se à segunda explicação descrita acima⁷⁶⁰, esclarecendo que o artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 evidenciaria as seguintes regras: (i) o administrador não é pessoalmente responsável pelo ato regular de gestão; (ii) o administrador é pessoalmente responsável pelos prejuízos que causar quando descumprir, culposamente, dever legal ou estatutário; (iii) atos praticados pelos administradores dentro de suas atribuições – ainda que com violação de dever legal ou estatutário – obrigam a companhia perante terceiros, ressalvado eventual direito de regresso da companhia contra o administrador; e (iv) em princípio, atos praticados pelo administrador fora de suas atribuições não vinculam a companhia⁷⁶¹, exceto se o ato for ratificado posteriormente, se a companhia dele se beneficiar ou se a preservação do ato for necessária para preservar o direito de terceiros⁷⁶².

A partir desse breve apanhado, é possível dividir as visões tradicionais a respeito da interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 em três:

⁷⁵⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit. p. 219.

⁷⁶⁰ Ibidem. p. 225.

⁷⁶¹ Ibidem. p. 219.

⁷⁶² Ibidem. p. 222-223.

(i) a diferença entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 é que, no caso do inciso I, é preciso demonstrar que o administrador agiu com culpa, enquanto no caso do inciso II (violação da lei ou do estatuto social), a culpa do administrador é presumida;

(ii) não há diferença prática entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, sendo que ambos os incisos exigem demonstração de culpa do administrador, não havendo hipótese de presunção; e

(iii) os incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 fazem distinção entre uma hipótese em que apenas o administrador é responsabilizado pelo ato irregular de gestão (inciso I) e outra hipótese em que o ato irregular de gestão pode ser imputado ao administrador e à companhia (inciso II).

Além das três visões tradicionais, no entanto, é possível vislumbrar uma quarta, que pode ser extraída da conjugação do voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517⁷⁶³ e do voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/7190⁷⁶⁴. Segundo os entendimentos manifestados nesses votos, como se verá, o artigo 158, *caput*, I e II, da Lei nº 6.404/1976 não estabelece hipóteses de culpa ou presunção de culpa do administrador, mas apenas faz distinção entre duas formas de se aferir a culpa do administrador que tenha violado os seus deveres fiduciários.

Portanto, afasta-se a presunção de culpa, mas admite-se que a conduta do administrador seja analisada de formas diferentes a depender do ato analisado (isto é, ato praticado dentro das atribuições do administrador, no caso do inciso I, ou com violação da lei ou do estatuto, no caso do inciso II).

Os detalhes do PAS CVM nº RJ2014/6517, que versou sobre a responsabilidade de diretores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. por supostas falhas de divulgação e manipulação de preços, já foram expostos na seção 3.4.3 *supra*. Em seu voto, o Diretor Presidente Marcelo Barbosa asseverou que o diretor da companhia não possui margem de discricionariedade no cumprimento da lei, “não podendo o administrador alegar que uma decisão informada e refletida tomada com base em permissivo legal genérico o levou a concluir pela violação de comando específico que estava obrigado a cumprir”⁷⁶⁵.

⁷⁶³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25/06/2019.

⁷⁶⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2016/7190. Relator diretor Gustavo Gonzalez. Julgado em 09/07/2019.

⁷⁶⁵ Item 11 do voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25/06/2019).

Segundo o Diretor Presidente Marcelo Barbosa, o administrador não poderia usar os pressupostos da *business judgment rule* para afastar sua responsabilidade pelo descumprimento de obrigação de resultado (comando específico) que deveria cumprir. O entendimento fica ainda mais claro no seguinte trecho do voto⁷⁶⁶:

Tipicamente, a diligência de determinada conduta é examinada sob o aspecto negocial ou fiscalizatório. O primeiro refere-se às decisões tipicamente negociais em face das quais impõe-se o teste da *business judgment rule*. O segundo abarca dimensão voltada à supervisão das mais variadas atividades da companhia, no âmbito da qual a diligência é aferida a partir da verificação da razoabilidade e adequação dos esforços despendidos pelo administrador no desempenho de sua função.

No caso de decisões não negociais tomadas pelo administrador, a sua diligência – e, por consequência, culpa – não seria associada à forma como a decisão foi tomada, mas sim à verificação de razoabilidade e esforços despendidos pelo administrador para o cumprimento da lei ou do estatuto.

O segundo caso tratou de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas contra Ricardo Furquim Werneck Guimarães, DRI da MMX Mineração e Metálicos S.A. Segundo a acusação, o diretor deixou de divulgar tempestivamente ao mercado o teor de decisão arbitral envolvendo uma controlada da companhia que seria fato relevante.

Com base no entendimento de que a atribuição de relevância a uma informação, para fins de sua divulgação ao mercado, envolve juízo complexo e altamente subjetivo, e reconhecendo que o diretor havia tomado a decisão de não divulgar a informação com base em uma série de fundamentos, a CVM decidiu, por unanimidade, absolver o diretor, embora tenha considerado que ele errou ao não promover a divulgação ao mercado.

Ainda que tenha decidido pela absolvição do acusado, o relator do caso, Diretor Gustavo Gonzalez, esclareceu que “[q]uestões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto não são decisões negociais” e, portanto, não há, nessas hipóteses, qualquer margem de discricionariedade para o diretor decidir pelo cumprimento das obrigações legais. Ao tomar decisões sobre o cumprimento de deveres legais, o diretor não poderia “alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o

⁷⁶⁶ Item 26 do voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25/06/2019).

levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir”, sendo que, nesse caso, “a análise da CVM não pode se restringir aos aspectos procedimentais”⁷⁶⁷.

Trata-se, em essência, de posicionamento semelhante ao adotado pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/6517: no caso de decisões não negociais, não há discricionariedade para o administrador decidir se cumpre ou não a lei. Nesse cenário, o mérito da decisão do administrador pode ser analisado, não sendo necessário que a CVM se restrinja ao exame da forma como a decisão foi tomada.

Pela conjugação dos entendimentos manifestados pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517 e pelo Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/7190, pode-se formular as seguintes regras:

(i) caso o administrador tenha causado dano a outrem por conduta culposa em um contexto negocial (dentro de suas atribuições), com violação do seu dever de diligência, não se deve analisar o mérito do seu ato, mas apenas o procedimento pelo qual ele foi adotado (hipótese do artigo 158, I, da Lei nº 6.404/1976); e

(ii) caso o administrador tenha causado dano a outrem por conduta culposa em um contexto não negocial, tendo deixado de observar obrigação legal que deveria cumprir, é permitido analisar o mérito do seu ato, pois o administrador não possui margem de discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da lei (hipótese do artigo 158, II, da Lei nº 6.404/1976).

A diferença entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, desse modo, diria respeito apenas ao critério de revisão do ato do administrador e, conseqüentemente, de sua culpa.

No caso de decisão negocial, em que o administrador atue dentro das suas atribuições, somente seria possível analisar o procedimento pelo qual o administrador tomou a sua decisão (isto é, se a tomou de forma informada ou não), não sendo possível analisar o mérito da decisão (isto é, se ela foi certa ou errada, boa ou ruim). A obrigação, nesse caso, é de meio, bastando que o administrador demonstre ter adotado os seus melhores esforços (isto é, ter agido de forma racional e informada, sem conflito de interesses) para que afaste a sua responsabilização pessoal.

No caso de decisão não negocial, em que se esteja discutindo o cumprimento da lei ou do estatuto social, a análise da culpa do administrador pode-se debruçar sobre o mérito da

⁷⁶⁷ Item 16 do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/7190 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2016/7190. Relator diretor Gustavo Gonzalez. Julgado em 09/07/2019).

decisão tomada, já que o administrador não teria margem de discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da lei. A obrigação, nesse caso, é de resultado, sendo necessário que o administrador demonstre ter adotado todas as medidas razoáveis e adequadas para assegurar o cumprimento da lei, de modo a afastar a sua responsabilização pessoal.

Entende-se que o posicionamento da CVM formulado nos dois casos é o que fornece o enfoque mais adequado para a aplicação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976. Além de afastar a presunção de culpa, esse é o posicionamento que melhor harmoniza o exame da culpa do administrador com o exame da culpa da própria companhia, que será examinada na seção 5.3.3.

Retomando a opinião de Marcelo Von Adamek, é preciso notar que, além da controvérsia sobre a questão da culpa do administrador, há discussão na doutrina sobre a correta alocação de responsabilidade civil perante terceiros entre a companhia e o administrador no caso dos incisos I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, especialmente quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto.

Ainda que, nesses casos, o terceiro não possa alegar ignorância quanto à limitação estatutária ou legal do administrador, diante da publicidade dos atos das companhias (vide, neste sentido, artigo 1.154, parágrafo único, do Código Civil), a lei tende a proteger o terceiro de boa-fé, reconhecendo que as limitações aos poderes do administrador contidas no estatuto social somente seriam oponíveis a terceiros que tenham – ou devessem ter, em função de sua profissão ou atividade – conhecimento da limitação estatutária⁷⁶⁸.

Importante na análise da boa-fé do terceiro é a “intensidade do desdobramento do objeto social ou o seu caráter aberrante”⁷⁶⁹, ou seja, quanto mais estranho ao objeto social da companhia for o ato praticado pelo administrador, menor será a probabilidade de que o terceiro possa alegar desconhecimento do excesso⁷⁷⁰. Nesse sentido, desenvolveu-se a distinção entre o ato *ultra vires*, que seria claramente estranho ao objeto social da companhia e impassível de ratificação, e o ato *intra vires*, que seria o ato estranho, mas próximo ao objeto social da companhia, sendo passível de ratificação⁷⁷¹.

De qualquer forma, a tendência atual é de tutela do direito do terceiro em prol da segurança das relações jurídicas, impondo-se o ônus do excesso dos administradores à

⁷⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 55.

⁷⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205...** Op. cit. p. 229.

⁷⁷⁰ Loc. cit.

⁷⁷¹ Loc. cit.

companhia e seus acionistas⁷⁷². Como explica Modesto Carvalhosa, a responsabilidade civil da companhia pelos atos ilícitos cometidos pelos seus administradores decorre da teoria organicista, que imputa à pessoa jurídica os atos praticados por meio de seus órgãos de administração⁷⁷³.

Em função da necessidade de segurança nas relações jurídicas, não pode a prática de ilícitos por administradores ser utilizada pela companhia para se eximir das obrigações que tenha contraído com terceiros⁷⁷⁴. Portanto, somente nos atos extraordinários, como no caso da celebração de um contrato relevante, é que se pode esperar e exigir que o terceiro verifique a regularidade dos poderes do administrador “em termos de representação estatutária, específica e inquestionável, o exercício atual do cargo e sua capacidade para contratar pela companhia e, ainda, os demais elementos de prudência jurídica por parte do terceiro contratante”⁷⁷⁵.

Como já exposto na seção anterior, a sistemática do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 não necessariamente afasta a responsabilidade da companhia caso o administrador pratique ato irregular de gestão⁷⁷⁶. Conforme explica Nelson Eizirik, a análise mais detida do dispositivo leva à conclusão de que: (i) a companhia responde pelos atos regulares de gestão de seus administradores; (ii) a companhia responde pelos atos irregulares de gestão de seus administradores, quando praticados dentro de suas atribuições; e (iii) a companhia não responde pelos atos irregulares de seus administradores, quando praticados fora de suas atribuições, exceto se o ato do administrador for ratificado posteriormente ou se for necessária a preservação do ato para amparar direitos de terceiros⁷⁷⁷.

⁷⁷² “A segurança das relações jurídicas, no entanto, num universo econômico caracterizado pela rapidez do negócios, trabalha no sentido de cada vez mais ampliar-se a responsabilidade das sociedades pelos atos de seus administradores: - se os sócios os escolheram mal, é justo que sobre eles, e não sobre terceiros de boa-fé, que negociam com a sociedade, recaia a responsabilidade dos atos que tenham praticado” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Conceito e natureza...** Op. cit. p. 88).

⁷⁷³ “O princípio é de que a responsabilidade, perante terceiros, por atos ilícitos dos seus administradores, é da companhia. Isto porque, em face do caráter orgânico da representação, todos os atos praticados pelos administradores são atos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205...** Op. cit. p. 447).

⁷⁷⁴ *Ibidem*. p. 448.

⁷⁷⁵ *Loc. cit.*

⁷⁷⁶ “Deve-se distinguir, ainda, que o fato de não haver ato regular de gestão não significa, necessariamente, que a companhia fica desobrigada do ato. Há inúmeros casos em que são praticados atos irregulares por parte dos administradores e nem por isso a companhia fica desobrigada” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Op. cit. p. 874).

⁷⁷⁷ “Assim, a Lei das S.A. teria estabelecido as seguintes regras: (i) não responde o administrador pessoalmente pelas obrigações que contrair para a sociedade em virtude de ato regular de gestão; e (ii) o administrador é responsável pelos prejuízos quando culposamente descumprir dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (a) os atos praticados dentro de suas atribuições obrigam a sociedade perante terceiros; e (b) os atos praticados fora de suas atribuições, em princípio, não vinculam a companhia perante terceiros, sendo de exclusiva responsabilidade do administrador, exceto se: forem ratificados posteriormente, trouxe-rem vantagem para a companhia, ou se impuser sua preservação para amparar a posição de terceiros (como pode ocorrer com

Nelson Eizirik enxerga, ainda, a possibilidade de responsabilidade solidária entre a companhia e o administrador que tenha praticado ato irregular de gestão. Logo, no caso de o administrador “agir com culpa ou dolo, a companhia responde solidariamente pelos danos, podendo depois propor ação regressiva contra ele”⁷⁷⁸. A responsabilidade solidária do administrador e da companhia por atos irregulares de gestão já foi, inclusive, aceita em decisão da Primeira Turma do STJ⁷⁷⁹.

É certo que a solidariedade não pode ser presumida e deve decorrer da lei ou do contrato⁷⁸⁰ e não há, no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, qualquer dispositivo a respeito de eventual responsabilidade solidária entre a companhia e seus administradores. No entanto, a solidariedade identificada por Nelson Eizirik e outros decorre da possibilidade de que a responsabilidade civil da companhia e do administrador coexistam. Trata-se da hipótese mencionada no artigo 942, *caput*, do Código Civil, que estabelece solidariedade entre os autores de uma mesma ofensa.

Como explica Luís Gastão Paes de Barros Leães com base na teoria organicista, ainda que a vontade dos membros do órgão de administração sejam imputáveis à pessoa jurídica, ela não deixa “de consubstanciar também a soma algébrica da vontade dos seus membros e, assim, [pode] ser igualmente imputável a estes, responsabilizando-os, pessoalmente, por atos irregulares que tenham praticado em nome e por conta da pessoa jurídica”⁷⁸¹, ou seja,

atos ultra vires ou praticados com excesso de poderes pelo administrador)” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188...** Op. cit. p. 402).

⁷⁷⁸ Ibidem. p. 404.

⁷⁷⁹ “TRIBUTÁRIO E PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO REGIMENTAL. EXECUÇÃO FISCAL. RESPONSABILIDADE DE SÓCIO-GERENTE. LIMITES. ART. 135, III, DO CTN. UNIFORMIZAÇÃO DA MATÉRIA PELA 1ª SEÇÃO DESTA CORTE. PRECEDENTES. [...] 4. Em qualquer espécie de sociedade comercial, é o patrimônio social que responde sempre e integralmente pelas dívidas sociais. Os diretores não respondem pessoalmente pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, mas respondem para com esta e para com terceiros solidária e ilimitadamente pelo excesso de mandato e pelos atos praticados com violação do estatuto ou lei (art. 158, I e II, da Lei nº 6.404/76). [...] 9. Agravo regimental não-provido” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Primeira Turma. AgRg no REsp 1034227/SP. Relator Ministro José Delgado. Julgado em 06/05/2008. Publicado em 04/06/2008).

⁷⁸⁰ Conforme artigo 265 do Código Civil: “Art. 265. A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes”.

⁷⁸¹ Confira-se o trecho completo da lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães: “A admissão da índole orgânica para explicar a posição da administração perante a companhia não nega, evidentemente, a existência concomitante de outra relação jurídica, estratificada em um nível subjacente, que vincula os administradores, membros do órgão, e a pessoa jurídica da sociedade. Quando a teoria orgânica se opõe à teoria da representação para acentuar que a vontade do ente coletivo é a vontade de seus órgãos, ou dos membros que os integram, não autoriza a que se imagine que, em havendo uma vontade imputada à pessoa moral, não caberia cogitar de uma relação jurídica entre a pessoa coletiva e os membros de seus órgãos administrativos, por falta de ‘alteridade’. Pelo contrário, na relação orgânica, a vontade dos membros dos órgãos de administração é, por certo, juridicamente imputada à pessoa moral, mas não deixa, por isso, de consubstanciar também a soma algébrica da vontade dos seus membros e, assim, ser igualmente imputável a estes, responsabilizando-os, pessoalmente, por atos irregulares que tenham praticado em nome e por conta da pessoa jurídica. Quer dizer, mesmo que a vontade do órgão administrativo seja juridicamente imputada à entidade coletiva, os titulares ou portadores desse órgão não perdem as suas respectivas individualidades, não se confundindo a sua responsabilidade, individual ou

responsabiliza-se o administrador pelo ato irregular de gestão, sem prejuízo de impor-se a mesma responsabilidade à companhia, tendo em vista que o ato irregular do administrador é a ela imputável.

Perante o terceiro prejudicado, portanto, é possível que os dois (administrador e companhia) respondam de forma igual (exceto no caso de excesso do administrador que possa ser oposto ao terceiro, como será visto na seção seguinte). Por essa razão, tende-se a reconhecer que a companhia possui, contra o administrador que cometeu ato irregular de gestão, o direito de propor ação de regresso caso seja responsabilizada perante o terceiro prejudicado⁷⁸².

Arnoldo Wald noticia, nesse ponto, que foi essa a direção tomada pela jurisprudência nacional, que traçou a distinção entre a “responsabilidade interna, na qual a empresa [*sic*] podia cobrar do culpado o prejuízo causado, e a externa, em virtude da qual a empresa [*sic*] devia ser responsabilizada em benefício do terceiro lesado”⁷⁸³.

Por todo o exposto, pode-se afirmar que a correta interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 é que a companhia pode ser responsabilizada civilmente não só pelos atos regulares de gestão de seus administradores, como também pelos atos irregulares de gestão.

Antes de se encerrar a discussão sobre as hipóteses de imputação de responsabilidade à companhia e ao administrador, deve-se ressaltar, como já apresentado na seção 2.4.1, que há uma hipótese na qual o dever de informar do administrador e o dever de informar da companhia se sobrepõem, embora sejam distintos: trata-se da obrigação de divulgação de

solidária, com a responsabilidade da pessoa coletiva, de cujo órgão são membros e cuja vontade expressam” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 60).

⁷⁸² “Quando a sociedade responde, perante acionistas ou terceiros, por atos ilícitos dos seus diretores, tem ela, é claro, ação regressiva contra eles para reaver a importância paga ao prejudicado” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações...** Op. cit. p. 324-325). No mesmo sentido, Luís Gastão Paes de Barros Leães assevera: “a companhia, juntamente com os administradores, responde pelos danos decorrentes de tais atos, uma vez que, na circunstância apontada, o administrador, embora agindo com culpa ou dolo (culpa lato sensu), atua no âmbito de suas atribuições como órgão da sociedade, portador da vontade social, ficando evidentemente ressalvado o direito de regresso da sociedade contra o administrador que praticou o ato irregular, caso o direito de executar por parte do credor tenha sido dirigido exclusivamente contra a sociedade (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 63). Vide, ainda, a opinião de Aloysio Lopes Pontes: “[d]evem os diretores, como ficou dito, empregar na direção dos interesses sociais a diligência que todo homem de negócios ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios. Ora, agindo com negligência, culpa ou dolosamente prejudicando a sociedade por infrações da lei ou dos estatutos, é óbvio que por estes atos a sociedade não poderá responder. Ninguém pode ser responsabilizado pelos prejuízos que sofreu por ação ou omissão culposa ou dolosa de outrem. E, ainda mesmo admitindo-se, em certos casos, a responsabilidade da sociedade, por serem seus administradores órgãos da mesma, terá esta ação regressiva contra os verdadeiros culpados” (PONTES, Aloysio Lopes. Op. cit. p. 208).

⁷⁸³ WALD, Arnoldo. Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 113.

informação relevante ao mercado, a qual é imposta aos administradores na Lei nº 6.404/1976 (artigo 157, § 4º), e à companhia na Lei nº 6.385/1976 (artigo 22, § 1º, VI). Nesse caso, como há deveres legais distintos, embora sobrepostos no mesmo ato, há duas responsabilidades distintas a serem imputadas.

Com essa última nota, passa-se à terceira e derradeira hipótese que deve ser analisada para se definir os limites da imputação de responsabilidade civil à companhia: a hipótese em que a responsabilidade pelo ato irregular de gestão recai apenas sobre o diretor.

4.2.4 Imputação de responsabilidade apenas ao diretor

A análise até aqui empreendida demonstra que os atos dos diretores são imputáveis à companhia, pois eles refletem a sua vontade, gerida no âmbito de sua hierarquia societária. Ademais, também se verificou que, sob a teoria organicista da administração, os poderes dos administradores advêm da lei e do estatuto social. Portanto, como última etapa na análise de imputação de responsabilidade civil à companhia, deve-se ressaltar a única hipótese em que a responsabilidade não recai sobre a companhia, isto é, a hipótese de excesso de poderes cometido por diretores que é oponível ao terceiro.

Até o advento da Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, fruto da conversão da Medida Provisória nº 1.040/2021, o artigo 1.015, parágrafo único, do Código Civil, dispunha que o excesso de administradores somente poderia ser oposto a terceiros nos seguintes casos: (i) se a limitação estivesse inscrita ou averbada no registro da sociedade; (ii) se o excesso fosse de conhecimento do terceiro; ou (iii) se a operação fosse evidentemente estranha ao objeto social da sociedade⁷⁸⁴. Embora o dispositivo dissesse respeito à sociedade limitada, ele poderia ser aplicado às sociedades anônimas por força do já mencionado artigo 1.089 do Código Civil, de forma a auxiliar a interpretação do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976. Aponta-se que a referida lei revogou expressamente o parágrafo único do artigo 1.015.

É possível sintetizar as três hipóteses do citado dispositivo da seguinte forma: o excesso do administrador poderia ser oposto ao terceiro a não ser que ele fosse capaz de demonstrar que, de boa-fé, não tinha conhecimento do ato e se as limitações dos poderes não estivessem inscritas ou averbadas no registro próprio da sociedade. Caso o excesso do diretor

⁷⁸⁴ “Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir. Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses: I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade; II - provando-se que era conhecida do terceiro; III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade”.

pudesse ser oposto ao terceiro, a responsabilidade civil recairia apenas sobre o administrador, e não sobre a sociedade⁷⁸⁵.

A responsabilização exclusiva do administrador no caso de excesso de poderes decorria do fato de que, ao descumprir as disposições do contrato ou estatuto social e extrapolar os limites de seus poderes, ele não agiria como órgão da pessoa jurídica. Nesse caso, o terceiro que contratasse com a sociedade ou que pretendesse ver ressarcida uma perda causada pelo ato do administrador somente poderia responsabilizar a pessoa jurídica uma vez que demonstrasse desconhecimento, de boa-fé, da extrapolação de poderes; que a operação não era evidentemente estranha ao objeto social (teoria *ultra vires*); e que as limitações aos poderes do administrador não estavam averbadas no registro próprio. Conforme lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães, a companhia também responderia se tivesse ratificado o ato em excesso ou dele tivesse se beneficiado⁷⁸⁶.

Aparentemente, a revogação do parágrafo único do artigo 1.015 do Código Civil, em 2021, não mais autorizaria a sociedade a invocar a exclusão de sua responsabilidade em qualquer das situações previstas nos três incisos do dispositivo, ou seja, excesso de poderes, má-fé do terceiro que contratou sabendo da irregularidade e ato *ultra vires societatis*. A sociedade deve responder pelo ato, com potencial direito de regresso em face do administrador (artigo 1.016 do Código Civil).

A *mens legis*, sem dúvida, foi a proteção ao terceiro de boa-fé que não conhece, a priori, a cláusula do objeto social ou as limitações de poderes que restringem ou vedam casuisticamente a atuação do órgão da pessoa jurídica. Todavia, é importante sublinhar que o inciso II do parágrafo único do artigo 1.015 também foi revogado. Indaga-se qual seria a posição da sociedade nesse caso, isto é, diante da má-fé do terceiro (“provando-se que [a irregularidade] era conhecida do terceiro”).

A resposta não poderia diferir da exclusão de responsabilidade da sociedade, eis que o ordenamento não concebe o argumento do *venire contra factum proprium* e a má-fé,

⁷⁸⁵ “Assim, a companhia, em princípio, é responsável pelos atos *ultra vires* praticados por seus administradores. Exime-se de tal responsabilidade, porém, se provar que o terceiro contratante tinha conhecimento do estatuto ou que, face à sua atividade profissional, jamais teria assinado contrato semelhante sem o prévio exame do estatuto” (EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 55).

⁷⁸⁶ “No segundo caso, tratando-se de ato realizado pelos administradores ao arrepio da lei ou fora do estatuto, entende-se que a sociedade, a princípio, não poderia ser responsabilizada pelos danos dele decorrentes, pois os administradores, ao realizarem a conduta ilícita, não estariam agindo exatamente como órgão da sociedade. Advirta-se, no entanto, que, à luz do primado da boa-fé (que se impõe diante de situações aparentes, tão frequentes no tráfico negocial), tais atos da administração, apesar de exercidos fora do âmbito de suas atribuições, ou além dos seus poderes, podem igualmente vincular a sociedade, mormente quando forem posteriormente ratificados, ou deles a sociedade auferir vantagens” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 63). No mesmo sentido, vide: PONTES, Aloysio Lopes. Op. cit. p. 198.

sobretudo quando provado por aquele a quem se imputa responsabilidade. Admitir que, com a revogação do inciso II, a sociedade passaria a responder, em qualquer caso, pelo excesso, implicaria em negar vigência ao artigo 422 (boa-fé das partes contratantes) e ao artigo 113, § 1º (o negócio jurídico deve ser interpretado no sentido que corresponder à boa-fé), ambos do Código Civil.

Em relação aos incisos I e III, também cabe tecer algumas considerações. Os limites dos poderes dos administradores e do objeto social da sociedade, que poderiam ser opostos ao terceiro com base nesses dispositivos, devem ser mencionados no estatuto social, conforme o artigo 83 da Lei nº 6.404/1976, combinado com o artigo 997, II e VI, do Código Civil. Como documento ao qual se deu publicidade, com eficácia perante terceiros, nos termos do artigo 1.154, parágrafo único, do Código Civil, o estatuto social devidamente registrado pode ser utilizado pela sociedade para eximir-se de responsabilidade no caso de excesso do administrador ou prática de ato estranho ao objeto social. Portanto, ainda que por meio da aplicação de outros dispositivos, a companhia continua a ter a possibilidade de invocar as limitações estatutárias à atuação do seu diretor para eximir-se de responsabilidade, caso elas sejam claras e devessem ser do conhecimento do terceiro.

Por fim, é preciso destacar que algumas obrigações de informar recaem apenas sobre o administrador, sem qualquer dever para a companhia. Trata-se das obrigações do administrador: (i) de informar, no ato de sua posse e no caso de eventuais alterações, a sua posição acionária e a titularidade de certos valores mobiliários de emissão da companhia ou das sociedades controladas e do mesmo grupo (artigo 157, *caput* e § 6º, da Lei nº 6.404/1976); (ii) de prestar certas informações à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, § 1º, alíneas “a” a “d”, da Lei nº 6.404/1976); e (iii) de divulgar ato ou fato relevante nos negócios da companhia à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, § 1º, “e”, da Lei nº 6.404/1976). A violação desses deveres não gera responsabilidade civil à companhia, pois a lei os impõe apenas ao administrador.

4.2.5 Análise em concreto da imputação de responsabilidade civil pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado: algumas considerações

As seções anteriores estabeleceram as bases teóricas da imputação de responsabilidade civil à companhia. Já se comentou na seção 3.3.2 *supra* que a regulação do mercado de

valores mobiliários tem como referencial o investidor médio. A possibilidade de opor-se eventual excesso do diretor na divulgação de informações ao mercado dependerá, em grande medida, das características do caso concreto.

Imagine-se, por exemplo, a hipótese de divulgação de fato relevante de forma imprecisa ou falsa, que cause prejuízos a investidores. Por força da Resolução CVM nº 44/2021, cabe ao DRI a obrigação de realizar a divulgação imediata de informação relevante ao mercado (conforme artigo 3º, *caput*, da norma). Aos outros diretores, cabe apenas comunicar à CVM sobre informação relevante de seu conhecimento que, por omissão, o DRI não tenha divulgado ao mercado (artigo 3º, § 2º, da Resolução CVM nº 44/2021). Caso a divulgação da informação relevante imprecisa ou falsa tenha sido realizada pelo DRI, pode-se afirmar que o diretor terá agido dentro de suas atribuições (ainda que com culpa ou dolo, se for o caso). Nessa situação, imputa-se o ato à companhia (que deverá ter a sua própria culpa examinada, como será visto na seção 4.5), que poderá exercer o seu direito de regresso contra o diretor⁷⁸⁷, se for condenada a indenizar os investidores.

Caso, no entanto, a divulgação seja feita por outro diretor, extrapolando a sua competência ao não envolver o DRI, haverá excesso por parte desse diretor. Como é fato notório que a competência de divulgar informações relevantes pertence ao DRI, é razoável supor que o excesso seria oponível ao investidor médio.

O mesmo pode ser dito a respeito de outros materiais de divulgação mais complexos, como as demonstrações financeiras, o formulário de referência ou o prospecto de uma oferta pública. Nesses casos, as divulgações realizadas ao mercado não são resultado de atos de um diretor ou de alguns diretores isoladamente; ao contrário, resultam do esforço de várias pessoas que compõem a organização empresarial, incluindo assessores externos.

Não obstante, a complexidade e multiplicidade de atores, as normas da CVM geralmente atribuem a responsabilidade de assegurar a veracidade e a precisão das informações divulgadas ao mercado a alguns diretores específicos. Por exemplo, o artigo 25, § 1º, V e VI, da Instrução CVM nº 480/2009 determina que os diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras devem declarar a sua concordância com o seu teor⁷⁸⁸, enquanto os itens 1.1 e 1.2 do Anexo 24 da mesma norma determinam que o diretor presidente e o DRI são responsáveis pelo conteúdo do formulário de referência⁷⁸⁹.

⁷⁸⁷ Deve-se ressaltar a possibilidade de que o investidor prejudicado pleiteie ressarcimento da companhia e do diretor de forma solidária, tendo em vista que o terceiro prejudicado pode propor ação de responsabilidade em nome próprio (artigo 159, § 7º, da Lei nº 6.404/1976).

⁷⁸⁸ Vide artigo 25, §1º, V e VI da Instrução CVM nº 480/2009: “Art. 25. O emissor deve entregar as demonstrações financeiras à CVM na data em que forem colocadas à disposição do público. § 1º As

No caso de ofertas públicas, os artigos 56-B⁷⁹⁰ e 56-C⁷⁹¹ da Instrução CVM nº 400/2003 atribuem a todos os administradores do ofertante e da emissora a responsabilidade pelo cumprimento das normas aplicáveis, sem prejuízo da responsabilidade da instituição líder da oferta e de seus administradores (que não é objeto de estudo do presente trabalho).

Assim, ainda que a produção da informação, nesses casos, seja fruto de um processo complexo e que envolve uma multiplicidade de atores, é razoável supor que ainda seria possível, para um investidor médio, avaliar se o ato de determinado diretor foi ou não cometido em excesso. Por exemplo, se o diretor de operações faz declaração falsa ou imprecisa sobre o conteúdo das demonstrações financeiras, cuja elaboração não lhe coube fazer, ou sobre alguma informação contida no formulário de referência que não diga respeito às suas atribuições, é possível que a companhia possa alegar, para eximir-se de responsabilidade, que o ato do diretor foi cometido com excesso que o investidor médio, de boa-fé, não poderia desconhecer.

Não se nega a possibilidade de que, mesmo nessas hipóteses, possam surgir casos em que a imputação de responsabilidade envolva análise complexa. O que se quer dizer é que, nas hipóteses de divulgação formal, regulamentada pelas normas da CVM, os limites dos poderes e das atribuições dos administradores da companhia apresentam-se de forma mais clara.

No entanto, há situações que podem não apresentar um cenário tão claro quanto os descritos acima. Pode-se imaginar, por exemplo, a divulgação de informações falsas ou imprecisas por diretores por meio de uma teleconferência com investidores, eventos públicos, entrevistas publicadas em meios de comunicação, redes sociais ou qualquer outro meio informal de divulgação de informações ao público investidor. Nesses casos, pode não ser possível identificar, com clareza, eventual excesso cometido pelo diretor. Consequentemente, as circunstâncias do caso concreto terão peso ainda maior na análise.

De forma geral, com base na teoria organicista da administração, sugere-se que é necessário verificar, para exame da imputação de responsabilidade civil à companhia ou ao

demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de: [...] V – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; VI – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras”.

⁷⁸⁹ Vide itens 1.1 e 1.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009.

⁷⁹⁰ “Art. 56-B. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução”.

⁷⁹¹ “Art. 56- C. Os administradores da emissora, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas à emissora por esta Instrução”.

administrador por falhas informacionais: (i) se as atribuições e os limites dos poderes do diretor que realizou a divulgação da informação falsa ou imprecisa eram ou não claros e de conhecimento do investidor (considerando-se o investidor médio); (ii) se a informação falsa ou imprecisa dizia respeito ou não a fatos relacionados à atribuição do diretor que a divulgou; e (iii) se a companhia ratificou a informação divulgada ou auferiu alguma vantagem com a sua divulgação.

Se as atribuições e limites dos poderes do diretor eram (ou deveriam ser) de conhecimento do investidor médio, a informação divulgada por esse diretor claramente não dizia respeito a fatos relacionados às suas competências e a companhia não ratificou a divulgação ou dela se beneficiou, a companhia poderá eximir-se de responsabilidade pelo ato. Presentes todos esses fatores de forma concomitante, seria possível afirmar que o diretor agiu com excesso e que tal excesso pode ser oposto aos investidores prejudicados.

Se, no entanto, as atribuições do diretor não eram (ou não deveriam ser) de conhecimento do investidor médio, a informação não se referia a fatos claramente alheios às suas competências ou a companhia ratificou a divulgação ou dela se beneficiou, logo, a companhia poderá ser responsabilizada. Presentes qualquer um desses fatores, possivelmente, terá havido uma conduta culposa do diretor, agindo dentro de suas atribuições, ou um ato com excesso de poderes que, no entanto, não pode ser oposto aos investidores prejudicados.

4.3 A responsabilidade extracontratual da companhia

A responsabilidade civil pode ser classificada com base na natureza dos direitos subjetivos da parte lesada. Se o ato ilícito “ofende direito subjetivo relativo, nascido geralmente de contrato, a responsabilidade é dita contratual. Se o direito lesado é absoluto, a responsabilidade é extracontratual, ou aquiliana, por influência da *Lex Aquilia*”⁷⁹².

A classificação da responsabilidade civil como contratual ou extracontratual possui impacto, principalmente, no prazo prescricional aplicável, como já decidiu o STJ⁷⁹³, e na caracterização do ato que enseja o dever de indenizar. Ademais, o tipo de responsabilidade civil determinará quais regras são aplicáveis quanto ao ônus da prova daquele que pleiteia

⁷⁹² AMARAL, Francisco. Op. cit. p. 551.

⁷⁹³ O entendimento atual do STJ é que se aplica à responsabilidade civil contratual o prazo prescricional de 10 (dez) anos, conforme artigo 205, caput, do Código Civil, enquanto a responsabilidade civil extracontratual sujeita-se ao prazo prescricional de 3 (três) anos, em linha com o artigo 206, § 3º, V, do Código Civil. Vide: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. EREsp nº 1.280.825/RJ. Relatora Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 27/06/2018. Publicado em 02/08/2018; e (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Corte Especial. EREsp nº 1281594/SP. Relator Ministro Felix Fischer. Julgado em 15/05/2019. Publicado em 23/05/2019.

indenização, à existência de solidariedade no caso de haver mais de um autor do dano, aos efeitos do inadimplemento quanto à atualização monetária e os juros moratórios e ao foro competente para decidir sobre a questão⁷⁹⁴.

De modo geral, o dever de informar da companhia decorre da lei e das normas emanadas pela CVM. O seu descumprimento, portanto, ensejaria responsabilidade extracontratual. No entanto, como exposto na seção 2.5.1, nas ofertas primárias realizadas no mercado primário, isto é, na subscrição pública de valores mobiliários emitidos pela companhia, é possível enxergar uma relação contratual entre a companhia, como ofertante e emissora de valores mobiliários, e os investidores, como ofertados e subscritores desses mesmos valores mobiliários.

Também há a possibilidade de a companhia negociar os valores mobiliários de sua própria emissão no mercado secundário, sujeito aos limites legais aplicáveis. Cumpre determinar, portanto, se é possível afirmar que há responsabilidade civil contratual no caso de violações do dever de informar da companhia no contexto de uma subscrição pública de valores mobiliários ou de negociações com os seus próprios valores mobiliários.

Na responsabilidade civil fundada na culpa (que, como se verá adiante, é a que melhor se aplica à hipótese de violação do dever de informar da companhia), há sempre a violação de um dever preexistente. Se esse dever decorre de contrato, a culpa é contratual. Se o dever decorre de preceito geral, que impõe o respeito às pessoas e aos bens, a culpa é extracontratual⁷⁹⁵.

A diferença essencial entre a responsabilidade contratual e a responsabilidade extracontratual, portanto, é a fonte do dever que foi violado pela conduta culposa do agente. Se a fonte do dever era o contrato, então a responsabilidade é contratual, se a fonte do dever era a lei, a responsabilidade é extracontratual.

Há divergências doutrinárias sobre qual tipo de responsabilidade deve prevalecer, isto é, se contratual ou extracontratual, quando a fonte do dever violado puder ser encontrada tanto na lei, como no contrato⁷⁹⁶. O dever de informar é um bom exemplo desse tipo de situação, pois ele pode estar associado tanto a uma obrigação contratual como a uma obrigação legal.

⁷⁹⁴ KONDER, Carlos Nelson. Boa-fé objetiva, violação positiva do contrato e prescrição: repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento do REsp 127311. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 50, p. 217-236, 2012. p. 230-231.

⁷⁹⁵ STOCO, Rui. Op. cit. p. 185.

⁷⁹⁶ “O que importa ressaltar é que a responsabilidade, enquanto obrigação de compor danos, pode decorrer não só do ilícito absoluto, enquanto ofensa a dever legal preexistente, mas também do concerto prévio de vontades, que estabeleça um vínculo obrigacional. Pode-se então afirmar que a responsabilidade pode decorrer tanto da violação de um dever legal como, ainda, do descumprimento de um dever assumido no contrato” (Ibidem. p. 192).

No caso dos valores mobiliários, o dever de informar pode decorrer do vínculo contratual que se forma entre o comprador e o vendedor ou mesmo das obrigações de transparência impostas pela Lei nº 6.385/1976. Outra situação semelhante ocorre no direito consumerista, onde o dever de informar do fornecedor pode decorrer de uma obrigação contratual ou da obrigação legal de fornecer informações adequadas sobre o seu produto ou serviço (artigo 6º, III, da Lei nº 8.078/1990).

Enquanto a responsabilidade extracontratual é encargo imposto pelo ordenamento jurídico que obriga o autor de ato ilícito a recompor o dano causado a terceiro, a responsabilidade contratual nasce da inexecução previsível evitável de obrigação contratual⁷⁹⁷, conforme preceitua o artigo 389 do Código Civil⁷⁹⁸. Nos dois tipos de responsabilidade civil, os princípios reguladores são os mesmos. As eventuais diferenças entre a culpa extracontratual e a culpa contratual são apenas acidentais⁷⁹⁹.

No estado atual das coisas, há de se reconhecer que a lei e o contrato, muitas vezes, se misturam e se confundem. A ideia da autonomia contratual foi perdendo espaço, ao longo do tempo, para normas legais de natureza cogente que impõem padrões de comportamento às partes e limites específicos ao exercício da sua liberdade contratual⁸⁰⁰.

É certo que a autonomia da vontade foi reforçada pelas alterações do Código Civil promovidas pela Lei nº 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica), que, dentre diversas outras modificações: (i) determinou que, nas relações privadas, prevalece o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual (artigo 421, parágrafo único, do Código Civil); e (ii) estabeleceu a presunção de que contratos civis e empresariais são paritários e simétricos (artigo 421-A do Código Civil).

Mesmo com o reforço da autonomia da vontade, no entanto, os contratos continuam sendo permeados por normas cogentes (sejam elas específicas, no caso de contratos típicos, ou gerais, no caso de contratos atípicos), não sendo impossível nem mesmo improvável que o descumprimento contratual venha acompanhado da violação de dever legal, como pode acontecer no caso da adoção de comportamento incompatível com a boa-fé objetiva por uma das partes do contrato. Nesses casos, faz-se necessário analisar o relacionamento contratual prévio entre as partes, de modo a determinar se o dano resultou “do descumprimento de dever

⁷⁹⁷ Loc. cit.

⁷⁹⁸ “Art. 389. Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros e atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado”.

⁷⁹⁹ “Uma e outra [culpa] apresentam pontos diferenciais no que diz respeito à matéria de prova e à extensão dos efeitos. São, porém, aspectos acidentais. O que sobreleva é a unicidade ontológica” (STOCO, Rui. Op. cit. p. 193).

⁸⁰⁰ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 12. v. 4.

oriundo daquele vínculo, independentemente de este dever decorrer de fonte autônoma ou heterônoma”⁸⁰¹.

Para agravar o fato de que, em algumas situações, aspectos contratuais e extracontratuais se sobrepõem na caracterização de direitos subjetivos, o Código Civil não foi claro ao estabelecer um conjunto de regras sistemático e coerente sobre a responsabilidade civil, ora separando claramente normas aplicáveis a um ou outro tipo de responsabilidade, ora criando regras que podem ser aplicáveis indistintamente à responsabilidade extracontratual e contratual⁸⁰². Assim, os limites entre a responsabilidade civil contratual e extracontratual nem sempre serão claros e poderão demandar esforço interpretativo do aplicador da lei.

No caso do dever de informar da companhia nas operações realizadas no mercado de valores mobiliários, impõe-se uma dificuldade adicional, pois o dever de fornecer informações à contraparte de um negócio está diretamente ligado ao dever das partes de um contrato de observar a boa-fé objetiva.

Desse modo, no mercado de valores mobiliários, em que se exige a divulgação de informações completas, precisas e verdadeiras ao público investidor, a boa-fé é elemento que potencializa o dever de informação⁸⁰³ e se relaciona, inclusive, com a função jurídica que a informação exerce (como visto na seção 3.1.3 *supra*). O dever de informar e a boa-fé atuam, assim, como regras de lealdade, “pois a informação defeituosa, lacunosa, inverídica, leviana ou por qualquer modo equivocada, é tão ou mais danosa que a falta de informação”⁸⁰⁴.

Como já visto na seção 2.4 desta tese, o dever de informar da companhia, bem como o dever de informar dos seus administradores e acionistas, é proveniente da lei (especificamente, da Lei nº 6.385/1976 e da Lei nº 6.404/1976) e não de compromisso originado de algum instrumento contratual. O direito à informação do investidor não é um

⁸⁰¹ Loc. cit.

⁸⁰² “De maneira geral, como observado, nosso ordenamento não traz uma dicotomia tão rigorosa e clara entre a responsabilidade contratual e a extracontratual como outros ordenamentos. No âmbito do Código Civil, supostamente se encontraria uma separação, com os artigos 389 a 420 tratando de responsabilidade contratual, enquanto os artigos 186 a 188 e 927 a 954 tratariam de responsabilidade extracontratual. No entanto, a divisão tem exceções, pois o artigo 398, referente à mora nas obrigações decorrentes de ato ilícito, trata claramente da responsabilidade extracontratual, enquanto os artigos 939 a 941, que referentes à responsabilidade por cobrança indevida, tem nítido enfoque contratual. E, destaque-se ainda, os artigos 403 (nexo de causalidade), 944 e 946 (extensão da indenização) se aplicam às duas formas de responsabilidade. Da mesma forma, não há no ordenamento brasileiro, como se noticia no direito comparado, distinção no tocante às regras para a quantificação da indenização ou para as hipóteses de responsabilidade indireta” (KONDER, Carlos Nelson. **Boa-fé objetiva, violação positiva...** Op. cit. p. 228-229).

⁸⁰³ MARTINS-COSTA, Judith. Oferta pública para a aquisição de ações (OPA) – Teoria da Confiança – Deveres de proteção violados – A disciplina informativa e o mercado de capitais – Responsabilidade pela confiança – Abuso do poder de controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 140, p. 229-270, 2005. p. 255.

⁸⁰⁴ *Ibidem*. p. 256.

direito relativo, adquirido contratualmente, mas sim um direito absoluto, proveniente do comando legal.

Portanto, ainda que seja possível vislumbrar a existência de um contrato entre a companhia, como ofertante de valores mobiliários, e o investidor, como ofertado, o dever de informar e o direito de receber informações, no contexto dos negócios jurídicos, será proveniente da lei.

Logo, o mais correto é considerar que a responsabilidade civil gerada pela divulgação de informações falsas ou imprecisas pelas companhias ao público investidor é de natureza extracontratual, mesmo nos casos em que o negócio for celebrado diretamente entre a companhia e o investidor.

Ainda que possa haver uma relação contratual entre as partes e que dessa relação nasça alguma obrigação para uma das partes de fornecer informação à outra, nas operações realizadas no mercado de valores mobiliários, é razoável dizer que o dever de informar imposto ao emissor pela lei e pelas normas da CVM se sobrepõe a qualquer eventual dever da mesma espécie decorrente de contrato.

4.4 Aspectos da antijuridicidade da violação do dever de informar pela companhia e a classificação de sua responsabilidade civil quanto ao seu fundamento: a questão da culpa

A antijuridicidade de um ato ocorre quando a sua prática se dá em desconformidade com a norma, sendo tal desconformidade proveniente da violação de deveres que asseguram direitos universais ou que refletem determinadas escolhas de política legislativa⁸⁰⁵. Há situações nas quais a antijuridicidade do ato nasce da infração de norma jurídica por conduta culposa de agente que causa dano a terceiro ou pelo exercício irregular e abusivo de um direito⁸⁰⁶, o que caracteriza o ato ilícito. Por outro lado, há situações em que a lei dispensa a demonstração do fator subjetivo para que a antijuridicidade se configure, gerando, assim,

⁸⁰⁵ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 57.

⁸⁰⁶ Segundo o artigo 187 do Código Civil, “[t]ambém comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”. No entanto, as hipóteses de ato ilícito dispostas nos artigos 186 e 187 do Código Civil são conceitualmente distintas. “Tanto no ato ilícito como no abusivo atua-se fora do direito, sem direito, porque ultrapassados os limites que a ordem jurídica impõe àquele. No primeiro caso, trata-se de limites lógico-formais e, no segundo, axiológico-materiais. A antijuridicidade pode resultar tanto da violação da forma como do sentido valorativo dos direitos” (CARPENA, Heloísa. **Abuso do direito nos contratos de consumo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 58).

hipóteses de imposição de responsabilidade civil ao causador de danos independentemente de culpa⁸⁰⁷.

A responsabilidade civil pode ser classificada, portanto, quanto à necessidade de comprovação de culpa do autor do dano. Caso o fundamento da responsabilidade civil seja a culpa, diz-se que a responsabilidade é subjetiva; se, por outro lado, a responsabilidade civil não for fundamentada na culpa do autor do dano, diz-se que é objetiva⁸⁰⁸.

O fundamento da responsabilidade civil tem sido objeto de acirradas discussões doutrinárias, mas é inegável que a responsabilidade objetiva (sem culpa) ocupou espaço no ordenamento brasileiro de forma irreversível⁸⁰⁹. Embora a responsabilidade sem culpa tenha se imiscuído no direito privado por meio de normas esparsas⁸¹⁰, foi o Código Civil que consolidou, em seu artigo 927, o que alguns identificam como um regime dualista de responsabilidade civil⁸¹¹.

A presente tese parte do pressuposto de que a responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar ocorre quando a violação constitui ato ilícito. Há argumentos consequencialistas e de política pública para sustentar tal posição, os quais serão explorados na seção 4.5 abaixo. No entanto, a principal base desse entendimento é de natureza dogmática. A responsabilidade civil por ato ilícito possui natureza de regra geral, visto que não se limita a circunstâncias específicas. Sempre que alguém violar dever legal por meio de conduta culposa e gerar dano a outrem, haverá obrigação de reparação do dano causado.

O ato ilícito, portanto, não é limitado pelo contexto em que o ato é praticado. Por outro lado, a responsabilidade civil objetiva, que se situa fora dos contornos do ato ilícito, teve a sua aplicação limitada pelo legislador a determinadas hipóteses especificamente delineadas, sendo que algumas delas serão exploradas nas seções 4.4.2, 4.4.3 e 4.4.4 a seguir.

⁸⁰⁷ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 57.

⁸⁰⁸ “Quanto ao fundamento, isto é, a existência ou não de culpa do agente, a responsabilidade divide-se em subjetiva e objetiva” (AMARAL, Francisco. Op. cit. p. 551).

⁸⁰⁹ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 4-5.

⁸¹⁰ Pode-se citar, como exemplos: (i) o Decreto nº 2.681, de 7 de dezembro de 1912, que estabeleceu presunção de culpa das estradas de ferro pela perda total ou parcial das mercadorias que lhes fossem entregues para transporte; (ii) o Decreto nº 24.637, de 10 de julho de 1934, que trata da responsabilidade dos empregadores por acidente de trabalho; (iii) a Lei nº 5.172, de 22 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), que afastou a necessidade de comprovação da intenção do agente para fins de sua responsabilização por infrações tributárias; (iv) a Lei nº 7.565, de 19 de dezembro de 1986, que trata da responsabilidade do transportador aéreo (como já fazia o Decreto-Lei nº 483, de 8 de junho de 1938); e (v) a Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, que estabeleceu a responsabilidade pelo fato do produto e do serviço. Esses exemplos podem ser encontrados em: FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo tratado de responsabilidade civil**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 620-621.

⁸¹¹ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 6-7.

As próximas seções demonstrarão que a conduta da companhia que viola o seu dever de informar não se enquadra em nenhuma das hipóteses de responsabilidade civil objetiva. Conseqüentemente, a violação do dever de informar pela companhia só gerará obrigação de reparação dos danos causados a investidores quando constituir ato ilícito.

4.4.1 A cláusula geral de responsabilidade civil subjetiva

O *caput* do artigo 927 do Código Civil preceitua o seguinte: “[a]quele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”. Trata-se de uma cláusula geral e aberta, que, fundada no ato ilícito, com um requisito objetivo (dano) e um subjetivo (culpa), exige juízo de valor sobre a previsibilidade do resultado da conduta do agente e a adequação de seu comportamento⁸¹². O parágrafo único do mesmo dispositivo, por sua vez, estabelece uma regra distinta: “[h]averá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

Muito embora respeitadas vozes atribuam ao artigo 927, parágrafo único, do Código Civil, a característica de regra geral⁸¹³, a literalidade do dispositivo não permite essa leitura. Sua própria redação deixa claro o seu caráter excepcional: a responsabilidade sem culpa aplica-se somente nos casos especificados em lei ou quando a atividade desenvolvida pelo autor do dano for, pela sua própria natureza, arriscada.

Seria precipitado afirmar que as situações que dão causa à responsabilidade civil objetiva são exaustivas⁸¹⁴, pois as duas hipóteses do artigo 927, parágrafo único, do Código Civil deixam espaço para o enquadramento de um grande número de situações. Não por outro motivo, aqueles que enxergam uma regra geral no mencionado dispositivo buscam socorro no suposto caráter aberto e genérico do conceito de atividade arriscada, como se o legislador

⁸¹² CAVALIERI FILHO, Sergio. Responsabilidade Civil no Novo Código Civil. **Revista da EMERJ**, Rio de Janeiro, v. 6, p. 31-47, 2003. p. 36.

⁸¹³ “A mais expressiva inovação, no entanto, encontra-se no parágrafo único do art. 927, que instituiu a cláusula geral de responsabilidade objetiva para atividades de risco, conferindo ao Poder Judiciário discricionariedade na avaliação das hipóteses de incidência da responsabilidade sem culpa” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 6).

⁸¹⁴ Como faz, por exemplo, Rui Stoco: “[p]ortanto, não é em qualquer hipótese que se dispensa a verificação de culpa. Aliás, as hipóteses foram estabelecidas taxativamente ou em *numerus clausus*, ou seja, quando seja declarada perigosa a atividade desenvolvida ou quando expressamente estabelecida em lei a responsabilidade objetiva. Assim não fosse e então o Código guardaria inúmeras incoerências ao estabelecer a responsabilidade objetiva como ‘regra’ em um parágrafo do art. 927 para, em seguida, especificar essa responsabilidade sem culpa, como exceção, nos arts. 933 (responsabilidade por fato de terceiro) ou 936 (responsabilidade por ato de animais)” (STOCO, Rui. Op. cit. p. 181).

tivesse utilizado uma expressão nova e sem significado definido para garantir discricionariedade ao julgador⁸¹⁵.

Entretanto, o conceito de atividade arriscada tem sido objeto de estudos há décadas, como será visto adiante, e não possui um significado genérico e indefinido, que garanta amplo espaço à discricionariedade do aplicador da lei. Assim, parece mais adequado afirmar que a correta leitura do artigo 927 do Código Civil leva à conclusão de que a responsabilidade civil fundada na culpa constitui regra mais ampla do que a responsabilidade civil sem culpa.

Deve-se deixar claro que a presente tese não se filia, necessariamente, à tese de que o artigo 927, parágrafo único, do Código Civil constitui exceção à regra estabelecida em seu *caput*. O *caput* e o parágrafo único do artigo 927 do Código Civil estabelecem a obrigação de ressarcir por responsabilidade civil com fundamentos distintos e, portanto, não parece ser possível identificar uma relação de regra e exceção entre as duas normas. Apenas as suas abrangências são distintas, sendo a responsabilidade civil subjetiva mais ampla do que a responsabilidade civil objetiva.

Muito embora alguns autores enxerguem tal relação de regra e exceção⁸¹⁶, essa visão perde força quando se leva em consideração que o ato ilícito é fonte da responsabilidade civil com base no artigo 927, *caput*, do Código Civil, mas o mesmo não pode ser dito quanto ao parágrafo único do dispositivo, cujo fundamento é distinto. A responsabilidade civil sem culpa não nasce do ato ilícito, mas sim da atividade arriscada ou de atos com relação aos quais a lei expressamente afasta a culpa como requisito de responsabilização⁸¹⁷.

O menor alcance da responsabilidade civil objetiva parece ser fruto do próprio processo pelo qual ocorreu a sua integração ao ordenamento jurídico. No Brasil, apesar de o

⁸¹⁵ “A teoria objetiva se descola de previsões legais casuísticas, perde seu caráter excepcional, e exsurge como previsão autônoma positivada por meio da técnica das cláusulas gerais, a permitir que a norma se adapte às particularidades do caso concreto, imprevisíveis em abstrato. Cabe ao intérprete, valendo-se de juízos discricionários, preencher o conteúdo da disposição normativa, definindo as atividades sujeitas à sua incidência” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 6-7).

⁸¹⁶ “No plano estrutural e técnico de legislar, os códigos contendo Parte Geral e Parte Especial adotam o sistema de estabelecer regras gerais com natureza conceitual na Parte Geral, reservando à Parte Especial a especificação de hipóteses fáticas que são previamente tipificadas, tais como verdadeiros Tatbestands, de modo a subsumir-se a conduta da pessoa no preceito primário da norma incriminadora. Aqui, como se verifica, as situações que pretende prever, resguardar ou sancionar são, todas elas, previamente previstas com submissão às regras gerais da Parte Geral. Ademais, a regra é sempre estabelecida no preceito primário ou *caput*, sendo certo que as especificações da situação nuclear da cabeça do artigo são particularizadas ou excepcionadas abaixo dele através de parágrafos, incisos e alíneas” (STOCO, Rui. Op. cit. p. 180).

⁸¹⁷ “A ascensão da responsabilidade objetiva, posto tenha conduzido à retratação da responsabilidade subjetiva, não a eliminou ou a substituiu. Culpa e risco encerram, contemporaneamente, dois paradigmas sobre os quais se erguem, de um lado, a responsabilidade subjetiva, tendo por fonte o ato ilícito, e, de outro, a responsabilidade objetiva, mediante opção legislativa de alocação de riscos a certos agentes econômicos ou a certas atividades” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 114).

Código Civil de 1916 ter sido eminentemente subjetivista, as hipóteses de responsabilidade civil objetiva foram sendo construídas ao longo do século XX, por meio de leis especiais⁸¹⁸. A objetivação da responsabilidade civil foi fruto da dificuldade, em muitos casos, de provar-se a culpa do autor do dano, o que justificou o estabelecimento de hipóteses de presunção de culpa que, no âmbito do Código Civil, transformaram-se em hipóteses de responsabilidade civil sem culpa⁸¹⁹.

Ainda que alguns defendam que a responsabilidade civil subjetiva se tornou residual em face da ampliação das hipóteses de responsabilidade civil sem culpa⁸²⁰, tal posicionamento parece ser exagerado. Em obra clássica sobre o tema, Alvino Lima afastava esse tipo de afirmação, ressaltando que a responsabilidade extracontratual com fundamento na culpa continuava sendo a regra em todos Códigos Civis, ainda que a responsabilidade civil objetiva fosse necessária “por amor à equidade, à justa reparação do dano, às necessidades práticas que devemos satisfazer, pela coação imperiosa da lógica dos fatos”⁸²¹. O Código Civil não forneceu subsídios suficientes para que se permita relegar a responsabilidade civil subjetiva a segundo plano.

A culpa, portanto, continua a exercer papel central no sistema de responsabilidade civil instituído pelo atual Código Civil e, pela responsabilidade subjetiva, “que não pode ser

⁸¹⁸ “Por isso, como já ficou dito, o novo Código Civil não fez e nem fará nenhuma revolução em sede de responsabilidade civil, porque esta revolução já havia ocorrido antes dele. Mas, enfatizo, o novo Código fez uma mudança profunda na disciplina, no sistema de responsabilidade civil que estava previsto no Código de 1916. E se o novo Código não a fizesse, entraria em vigor absolutamente defasado, desatualizado porque, como vimos, o sistema de responsabilidade civil do Código de 1916 ficou ultrapassado, reduzido a um mínimo, em razão dessas alterações que ocorreram por meio de leis especiais” (CAVALIERI FILHO, Sergio. **Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 33).

⁸¹⁹ “A fim de evitar tais dificuldades, presunções de culpa foram, em toda parte, esculpidas pela doutrina e pela jurisprudência com base no próprio texto das codificações. Ideologicamente, tais presunções representavam uma solução intermediária, que impedia as injustiças perpetradas pela severa exigência da prova da culpa, ao mesmo tempo em que negava acolhida a novos fundamentos de responsabilidade. Na prática, todavia, as presunções de culpa foram passando, na experiência jurisprudencial e na abordagem doutrinária, de presunções relativas para presunções absolutas, de tal modo que o juiz, ao final, já presumia de forma tão definitiva a culpa do ofensor que isso equivalia a dispensar a culpa para a responsabilização” (SCHREIBER, Anderson. *Novas tendências da responsabilidade civil brasileira*. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 45-69, 2005. p. 48-49).

⁸²⁰ “Embora o novo Código seja objetivista, como já assinalado, não quer isso dizer que a partir dele não mais temos responsabilidade subjetiva. Estou dizendo que temos agora um sistema de responsabilidade civil prevalentemente objetivo, porque esse, repito, é o sistema que foi sendo montado ao longo do século XX por meio de leis especiais. Mas isso não significa que a responsabilidade subjetiva tenha sido inteiramente afastada. Responsabilidade subjetiva teremos sempre, até o juízo final, mesmo não havendo lei prevendo-a, porque essa responsabilidade faz parte da ética, da moral, do sentimento natural de justiça. Decorre daquele princípio superior de direito, de que ninguém deve causar dano a outrem. Então, vale ressaltar, sempre que não tivermos disposição legal expressa consagrando a responsabilidade objetiva, persiste a responsabilidade subjetiva, como sistema subsidiário, como princípio universal de direito; posso não responder objetivamente por falta de previsão legal, mas, subjetivamente, se causar dano a outrem, vou ter sempre que responder” (CAVALIERI FILHO, Sergio. *Responsabilidade Civil no Novo Código Civil...* p. 36).

⁸²¹ LIMA, Alvino. **Culpa e risco**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1960. p. 345.

desacreditada, separa-se o joio do trigo, e prestigia-se a atuação do agente conforme os padrões de conduta positivamente valorados”⁸²².

A culpa pode ser desdobrada em dois aspectos: o objetivo, referente à ilicitude, e o subjetivo, referente ao mau comportamento imputável⁸²³. A conduta reprovável, por sua vez, comporta duas projeções: o dolo, quando há vontade do agente em produzir o resultado ilícito, e a culpa em sentido estrito, referente ao comportamento inescusável eivado de negligência, imprudência ou imperícia, que leva à produção de resultado não desejado pelo seu autor⁸²⁴.

No dolo, exige-se a intenção ou assunção do risco de produzir um dano, isto é, há um elemento volitivo com relação ao resultado ilícito⁸²⁵. Na culpa em sentido estrito, por outro lado, não há intenção do agente, que não pretende e não assume o risco de produzir o dano. Nesse caso, o agente apenas age sem a diligência e o cuidado que seriam exigidos, “atuando quando deveria abster-se; omitindo-se quando lhe seria exigida uma conduta positiva, ou intervindo profissionalmente sem o conhecimento ou habilidade específica que o mister impõe”⁸²⁶.

Embora a caracterização do comportamento reprovável do autor do dano possa envolver um exame dos aspectos subjetivos acerca de sua vontade ou intenção, tem-se privilegiado a análise da culpa a partir de um viés objetivo. Nesse sentido, “[a] noção psicológica da culpa foi definitivamente abandonada em favor de outra, que designa a culpa como a desconformidade a um modelo abstrato de conduta”⁸²⁷.

No caso da companhia, o abandono do exame psicológico da culpa ainda é mais imperioso, tendo em vista que seria inócuo e inadequado o seu escrutínio no exame da antijuridicidade da conduta da pessoa jurídica. O mais adequado é que a culpa da companhia seja analisada em abstrato, a partir de um padrão esperado de conduta⁸²⁸. Os critérios para

⁸²² TEPEDINO, Gustavo. O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 22, p. 11-13, 2019. p. 12.

⁸²³ STOCO, Rui. Op. cit. p. 183.

⁸²⁴ “No mundo da culpabilidade, o dolo, como já esclarecido, é a consciência e vontade dirigidas a um fim ou resultado sempre ilícito e desconforme com o Direito. É a ofensa a um dever preexistente de forma consciente e desejada. A culpa, stricto sensu, é o agir inadequado, equivocado, por força de comportamento negligente, imprudente ou imperito, embora o agente não tenha querido o resultado lesivo, desde que inescusável. Aliás, geralmente seu objeto é lícito, ausente a intenção de prejudicar” (STOCO, Rui. Op. cit. p. 183-184). Em sentido semelhante, vide GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 70.

⁸²⁵ “A intenção é o principal atributo do dolo, que se traduz na vontade dirigida a um fim. Esse fim pressupõe-se sempre ilícito, considerando que o agente ou quer obter vantagem, ainda que cause dano a outrem, ou objetiva apenas causar mal e lesar a vítima, sem o desiderato de beneficiar-se. No ato intencional, impregnado de dolo, o agente quer a ação e o resultado, enquanto na culpa ele só quer a ação, mas não o resultado lesivo, ou seja, este aspecto é para ele desimportante” (STOCO, Rui. Op. cit. p. 184).

⁸²⁶ Loc. cit.

⁸²⁷ SCHREIBER, Anderson. **Novas tendências...** Op. cit. p. 51.

⁸²⁸ Sobre a diferença entre aferição in abstrato e in concreto da culpa, vide: GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 72.

aferição da culpa da companhia no caso de violação do seu dever de informar serão estudados em mais detalhes na seção 5.3 deste trabalho, razão pela qual o tema não será aprofundado neste momento.

Feitas as considerações gerais sobre o fundamento da responsabilidade civil quanto à necessidade ou não de demonstração de culpa, faz-se necessário abordar a situação específica da responsabilidade civil da companhia pela violação do seu dever de informar.

Já se afirmou na doutrina que, no caso de divulgação de informações incorretas no âmbito de prospectos de ofertas públicas de valores mobiliários, a responsabilidade civil da companhia é sempre fundada na culpa⁸²⁹. Ainda que essa opinião tenha se limitado à oferta pública, que ocorre no mercado primário, a mesma conclusão pode ser aplicada a falhas de divulgação no mercado secundário. Não faria sentido estabelecer parâmetros distintos de responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar em função do ato antijurídico ter sido cometido no mercado primário ou no mercado secundário.

Sustenta-se, neste trabalho, que a violação do dever de informar da companhia apenas resultará em obrigação de reparar os danos causados caso fique demonstrada a sua culpa, pois nenhuma das hipóteses de dispensa de culpa é aplicável à divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado.

A colocação de valores mobiliários no mercado e a divulgação de informações ao público investidor não são atividades perigosas ou inerentemente arriscadas e não há dispositivo legal específico que afaste a necessidade de demonstração de culpa. Não é aplicável à hipótese ora estudada a responsabilidade civil por fato de terceiro, que também dispensa a demonstração de culpa, pois é a própria companhia (por meio de seus órgãos), e não um terceiro, que realiza as divulgações ao mercado.

As próximas seções dedicar-se-ão a expor as razões pelas quais se entende mais adequado afastar as hipóteses de responsabilidade civil objetiva ao ato da companhia que viola o seu dever de informar o mercado.

4.4.2 Não aplicação da responsabilidade civil objetiva por exercício de atividade arriscada

A teoria do risco foi acolhida no Código Civil por meio de seu artigo 927, parágrafo único, que impõe responsabilidade civil objetiva nos casos em que “a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

⁸²⁹ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 246.

Pela própria redação do dispositivo, percebe-se que os seus núcleos centrais são os conceitos de “atividade” e “risco”, que devem ter o seu significado definido de forma precisa, sob pena de não se deixar espaço para nenhuma hipótese de responsabilidade subjetiva⁸³⁰.

A aplicação da teoria do risco para os negócios realizados no mercado de valores mobiliários pode gerar confusões e dificuldades práticas. Afinal, a colocação de valores mobiliários para negociação no mercado é “atividade normalmente desenvolvida” pela companhia, que gera, “por sua natureza, riscos para os direitos de outrem”? Ao violar o seu dever de informar, a companhia estaria causando dano resultante dessa suposta atividade arriscada, justificando a sua responsabilização civil objetiva?

A formulação de respostas adequadas a essas questões depende do exame sobre o verdadeiro alcance do artigo 927, parágrafo único, do Código Civil. Ainda que o exame não seja simples, diversos outros trabalhos dedicaram-se a estudar o tema de forma mais aprofundada e, sem a pretensão de exaurir o assunto, a análise aqui empreendida basear-se-á em algumas das principais vozes que se manifestaram sobre a teoria do risco.

O termo “atividade” não pode ser entendido como qualquer ação ou omissão, sendo necessária sua interpretação em conjunto com a expressão “normalmente desenvolvida”, a qual sugere a “ideia de habitualidade, de conduta reiterada, contínua, organizada, profissional”⁸³¹. O termo “atividade” é utilizado no direito administrativo, no Código de Defesa do Consumidor e no próprio Código Civil (por exemplo, nos artigos 966 e 972) para designar não uma “ação ou omissão esporádica, isolada de alguém, mas a conduta profissional, habitual, economicamente organizada”⁸³².

Isto é, quando o legislador utilizou a expressão “atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano” no artigo 927, parágrafo único, do Código Civil, não quis fazer referência a uma ação ou omissão qualquer (como fez, por exemplo, no artigo 186, ao conceituar ato ilícito), mas a uma conduta reiterada, de forma organizada e habitual, como ocorre na condução de uma atividade econômica.

⁸³⁰ “Temos aqui uma cláusula de responsabilidade objetiva tão ampla, que se for interpretada literalmente, tal como está escrita, não vai sobrar nada para a responsabilidade subjetiva, porque hoje quase todas as atividades que exercemos são de risco. Interpretada essa cláusula tal como está redigida, todos nós, que dirigimos o nosso automóvel particular, exercemos atividade de risco e se, eventualmente, nos envolvermos num acidente de trânsito, vamos ter que indenizar, independentemente de culpa. Será que é este o sentido dessa norma?” (CAVALIERI FILHO, Sergio. **Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 39). No mesmo sentido: “toda e qualquer atividade, em alguma medida, implica, por sua própria natureza, ‘riscos para os direitos de outrem’. Não é, naturalmente, a esses riscos inerentes a qualquer atividade do cotidiano a que o legislador se referiu. Se o fosse, a responsabilidade subjetiva estaria praticamente expurgada da ordem jurídica” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 115).

⁸³¹ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 40.

⁸³² Loc. cit.

Embora isso não signifique dizer que apenas a empresa ou a atividade econômica possa se enquadrar no conceito de atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano, é preciso “verificar, no caso concreto, se a atividade é desenvolvida pelo ofensor com habitualidade, com continuidade, e não de forma esporádica ou eventual”⁸³³.

Parece razoável considerar que, ao divulgar informações ao mercado, a companhia não está exercendo qualquer tipo de atividade habitual (mas cumprindo um dever legal), assim como não o faz quando coloca os seus valores mobiliários para negociação no mercado. O ato de colocar os próprios valores mobiliários no mercado não é atividade da companhia, mas um ato societário pelo qual a companhia busca recursos para financiar as suas atividades.

De qualquer forma, para os fins do presente trabalho, o ponto mais sensível parece dizer respeito ao significado de “riscos para os direitos de outrem”. Ao utilizar o termo, o legislador quis fazer referência ao um risco maior que o normal, um risco provável⁸³⁴, cuja existência, na visão de alguns, demanda a imposição de um dever geral de segurança⁸³⁵. A compra e venda de valores mobiliários inegavelmente gera riscos aos investidores. Cumpre determinar, no entanto, se foi esse tipo de risco a que se referiu o legislador do Código Civil.

Pode-se apontar diversas teorias que buscaram definir o risco que enseja a responsabilização civil objetiva: (i) teoria do risco profissional, a qual defende a obrigação de indenizar por aquele que obtenha lucro ou benefício de uma atividade econômica; (ii) teoria do risco excepcional, segundo a qual a obrigação de indenizar decorre da condução de atividades que criam risco exacerbado; (iii) teoria do risco proveito, que defende a imposição de responsabilidade civil, independentemente de culpa, ao agente que se aproveita de atividade que cria ou agrava o risco; e (iv) teoria do risco criado, pela qual se defende que o criador do risco deve ressarcir os danos que gerar por meio de sua atividade arriscada, independentemente de ter ou não tirado algum proveito dela⁸³⁶.

Atribui-se a Alvino Lima a defesa da adoção da teoria do risco proveito no ordenamento brasileiro, enquanto Caio Mário da Silva Pereira teria defendido a teoria do risco criado e, inclusive, idealizado a redação do artigo 927, parágrafo único, do Código Civil⁸³⁷. Entende-se, no entanto, que Alvino Lima não defendeu a teoria do risco proveito em sua definição mais estrita, tendo em vista que o próprio autor declarou que, ainda que não se

⁸³³ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 115.

⁸³⁴ Loc. cit.

⁸³⁵ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 42.

⁸³⁶ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 116-117.

⁸³⁷ Neste sentido: CAVALIERI FILHO, Sergio. **Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 41; e TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 116-117.

consiga extrair proveito de uma atividade arriscada, “nem por isto deixamos de criar o risco, tendo em vista uma finalidade de lucro, sem que a vítima tenha concorrido para a sua não realização”⁸³⁸. Desse modo, para o autor, não seria necessário comprovar a obtenção de proveito pelo agente causador do dano, mas apenas a possibilidade de que o ato tenha sido direcionado a uma finalidade econômica.

A teoria do risco criado defendida por Caio Mário da Silva Pereira, por outro lado, estabelece que o dano gerado por uma atividade que cria risco a alguém deve ser ressarcido independentemente de o autor do dano ter obtido proveito ou não dessa atividade⁸³⁹. Desse modo, segundo a teoria do risco criado, elimina-se da análise da responsabilidade civil qualquer fator subjetivo do autor do dano, dispensando-se também o exame sobre a sua conduta.

Não cumpre, segundo a teoria, “cogitar do bom ou mau comportamento do agente. O que se evidencia é o fato do agente, causador do prejuízo”⁸⁴⁰. Muitos dos defensores da teoria do risco, especialmente em suas versões mais abrangentes, fundamentam a necessidade de impor-se responsabilidade civil independente de culpa com base na ideia de socialização dos riscos⁸⁴¹.

A adoção da teoria do risco, em qualquer de suas vertentes, a operações no mercado de valores mobiliários, é problemática *prima facie*. O risco é aspecto inerente às operações de investimento⁸⁴², de tal modo que não seria exagero afirmar que, ao adquirir um valor mobiliário, o investidor está adquirindo, na realidade, uma relação de risco e retorno financeiro⁸⁴³.

⁸³⁸ LIMA, Alvino. Op. cit. p. 212.

⁸³⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 374.

⁸⁴⁰ Ibidem. p. 375.

⁸⁴¹ Ibidem. p. 32. Em uma visão mais extrema sobre o assunto, Wilson Melo da Silva afirmou, em profundo estudo sobre a socialização de riscos, afirma que “[a] tendência é no sentido de se suprirem autores e vítimas e de se fazerem indenizáveis, pela sociedade toda, todos os danos, sejam eles de qualquer espécie, ainda mesmo os oriundos de caso fortuito” (SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade sem culpa e socialização do risco**. Belo Horizonte: Editora Bernardo Álvares S.A., 1962. p. 306).

⁸⁴² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 245.

⁸⁴³ “A possibilidade de perda econômica é característica relevante do investimento de risco. De outro lado, este se materializa quando o investidor depende total ou parcialmente da ação ou inação daquele que, ao tomar o capital de risco, fez materializar de alguma forma o valor mobiliário. Assim, contrato de risco é o ponto de partida para a eventual obtenção do lucro [...] O risco do investimento em valor mobiliário, diferentemente da incerteza comercial, decorre de o mesmo se originar de um contrato no qual o investidor assumo o risco de financiador, risco este que poderá resultar na perda parcial ou total do montante investido; ao passo que o risco comercial é aquele oriundo da falta de pagamento, que não decorra de investimento, mas de aquisição para consumo ou transformação e revenda. Tal distinção, muito embora não fácil, é crucial para a caracterização e proteção do valor mobiliário, na medida em que o investidor é quem sofre a perda do investimento, enquanto o puro promotor do negócio, em nada perdendo, irá tentar sua sorte mais adiante. Esta é a razão pela qual, no investimento comercial, o investidor toma posse do bem para que este seja explorado por seu próprio dono, enquanto no investimento de risco a exploração é feita fundamentalmente por terceiro, com ou sem a

A própria regulamentação do mercado parte do pressuposto de que há inevitável risco de perda em investimentos e que é, justamente, a probabilidade de prejuízo que leva os investidores a selecionar e alocar os seus recursos em empreendimentos de maior qualidade⁸⁴⁴. Todo o aparato regulatório para garantir o acesso a informações ao mercado só faz sentido caso se admita que é o próprio investidor quem arcará com o risco decorrente das suas escolhas⁸⁴⁵.

A socialização do risco, portanto, inviabilizaria a própria existência do mercado, pois geraria uma situação paradoxal. Visto que o risco é inerente ao investimento⁸⁴⁶, qualquer perda sofrida por investidores poderia dar ensejo a uma pretensão reparatória, o que inviabilizaria o mercado como um todo⁸⁴⁷.

Ademais, a perda sofrida por um investidor geralmente equivale ao ganho de outro investidor, chegando-se, então, “ao absurdo de que toda e qualquer operação de mercado de valores mobiliários geraria sempre um direito potencial à indenização por parte de um possível prejudicado, resultando em um custo social inaceitável”⁸⁴⁸.

Por todo o exposto, deve-se reconhecer que a antijuridicidade do ato da companhia que divulga informações falsas ou imprecisas ao mercado não decorre do risco gerado pelo ato de colocar seus valores mobiliários para negociação no mercado, mas da violação do seu dever legal de informar, por meio de conduta culposa ou dolosa de seus órgãos de administração. Consequentemente, deve-se afastar qualquer tentativa de se aplicar à hipótese de falha informacional pela companhia a responsabilidade civil objetiva prevista no artigo 927, parágrafo único, do Código Civil.

participação ou assessoria do próprio investidor” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, p. 37-51, 1985. p. 45).

⁸⁴⁴ “O risco de perda é inerente a qualquer investimento em mercado de valores mobiliários, e o modelo de supervisão estatal parte do pressuposto de que é bom que assim o seja, já que de outra forma seria impossível garantir o mérito de qualquer investimento. É graças ao caráter aleatório do investimento que se viabiliza a existência do mercado de valores mobiliários como mecanismo de financiamento da atividade empresarial” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 245).

⁸⁴⁵ “A legislação e regulamentação pautam-se, nessa medida, por uma concepção de responsabilidade e autonomia do investidor para tomar suas decisões de investimento desde que lhe tenham sido fornecidas as informações que a entidade supervisor do mercado avalia necessárias, após uma ponderação de custos e benefícios” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 418).

⁸⁴⁶ “Note-se, ademais, que a definição de valores mobiliários sempre esteve relacionada a títulos que corporificam investimentos de risco, nos quais o retorno do investidor está diretamente vinculado ao sucesso do empreendimento. Com efeito, a principal característica do mercado de valores mobiliários é a captação de poupança popular em um investimento de risco: ao aplicador em mercado de capitais não é garantida a obtenção de lucros; ao contrário, além da possibilidade de não alcançar o retorno da quantia investida, o tomador dos valores mobiliários pode vir a perder tudo o que despendeu” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 26).

⁸⁴⁷ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 245.

⁸⁴⁸ Loc. cit.

4.4.3 Não aplicação da responsabilidade civil objetiva por fato de terceiro

Outra hipótese de responsabilidade civil objetiva prevista no Código Civil é a responsabilidade por fato de terceiro, disposta nos artigos 932⁸⁴⁹ e 933⁸⁵⁰⁻⁸⁵¹. A responsabilidade por fato de terceiro é uma exceção à regra geral de que cada pessoa responde pela própria culpa e tem fundamento na ideia de uma responsabilidade indireta⁸⁵². No ordenamento brasileiro, a responsabilidade indireta já possuía previsão legal no artigo 1.512 do Código Civil de 1916⁸⁵³, embora ainda fundada na culpa (artigo 1.523⁸⁵⁴).

A culpa, nesse caso, estaria associada à violação do dever de vigilância do terceiro responsável, ou seja, haveria, para determinadas pessoas, um “dever de vigilância a ser exercido constantemente em relação às pessoas que [estivessem] sob o seu poder ou direção”⁸⁵⁵. Em função do conteúdo do dever de vigilância, construiu-se o entendimento de que haveria uma presunção de culpa do terceiro responsável, o que acabou por pavimentar o caminho para a inclusão dessa hipótese na mesma sistemática da teoria do risco⁸⁵⁶.

Para os fins do presente trabalho, cumpre limitar a análise do artigo 932 à regra do seu inciso III, que responsabiliza o empregador e o preponente pelos atos de seus empregados, serviçais e prepostos, praticados no exercício das tarefas para os quais foram designados. Sabe-se que, ao divulgar informações ao mercado, a companhia utiliza o trabalho de diversos terceiros. Contadores, assessores, auditores, advogados e diversos outros tipos de prestadores de serviço são contratados para elaborar ou verificar as informações que serão

⁸⁴⁹ “Art. 932. São também responsáveis pela reparação civil: I - os pais, pelos filhos menores que estiverem sob sua autoridade e em sua companhia; II - o tutor e o curador, pelos pupilos e curatelados, que se acharem nas mesmas condições; III - o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele; IV - os donos de hotéis, hospedarias, casas ou estabelecimentos onde se albergue por dinheiro, mesmo para fins de educação, pelos seus hóspedes, moradores e educandos; V - os que gratuitamente houverem participado nos produtos do crime, até a concorrente quantia”.

⁸⁵⁰ “Art. 933. As pessoas indicadas nos incisos I a V do artigo antecedente, ainda que não haja culpa de sua parte, responderão pelos atos praticados pelos terceiros ali referidos”.

⁸⁵¹ Há ainda outras hipóteses de responsabilidade civil objetiva que não serão exploradas nesta tese, por não terem relação com o tema ora estudado, como: (i) responsabilidade pelo ato praticado pelo menor (artigo 928 do Código Civil); e (ii) responsabilidade por fato da coisa (artigos 936 a 938 do Código Civil).

⁸⁵² PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 120.

⁸⁵³ “Art. 1.521. São também responsáveis pela reparação civil: I. Os pais, pelos filhos menores que estiverem sob seu poder e em sua companhia. II. O tutor e curador, pelos pupilos e curatelados, que se acharem nas mesmas condições. III. O patrão, amo ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou por ocasião deles (art. 1.522). IV. Os donos de hotéis, hospedarias, casas ou estabelecimentos onde se albergue por dinheiro, mesmo para fins de educação, pelos seus hóspedes, moradores e educadores. V. os que gratuitamente houverem participado dos produtos do crime, até à concorrente quantia”.

⁸⁵⁴ “Art. 1.523. Excetuadas as do art. 1.521, nº V, só serão responsáveis as pessoas enumeradas nesse e no artigo 1.522, provando-se que elas concorreram para o dano por culpa, ou negligência de sua parte”.

⁸⁵⁵ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 96.

⁸⁵⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 122.

disponibilizadas aos investidores. Além disso, os próprios empregados e administradores da companhia participam do processo de elaboração e divulgação de informações ao mercado.

Sem dúvida, cada um dos agentes está sujeito a um regime próprio de responsabilidade civil, mas a questão que deve ser enfrentada aqui é se a companhia poderia responder pelos eventuais danos que sua conduta venha a causar aos investidores. Em outras palavras, o que se examinará nos próximos parágrafos é se os prestadores de serviço, empregados e administradores da companhia que participam da elaboração das informações divulgadas ao mercado podem ser considerados empregados, serviçais e prepostos cuja conduta é passível de gerar responsabilidade civil objetiva para a companhia.

Como marco inicial da discussão, é preciso esclarecer que a responsabilidade do empregador, contratante ou preponente é limitada aos atos praticados em seu nome pelos empregados, serviçais e prepostos no exercício do trabalho que lhes competir ou em razão dele⁸⁵⁷. Isto é, se causarem danos a terceiros no exercício de atos para os quais não foram designados ou que não foram praticados em razão de suas tarefas, extrapolando e desviando-se de suas funções, poderá ser afastada a responsabilidade civil objetiva do artigo 932, III, do Código Civil.

Nesses casos, o exame da responsabilidade dá-se com base na teoria da aparência (relacionada à boa-fé objetiva), sendo necessário verificar se a conduta do empregador, contratante ou preponente gerou confiança na parte prejudicada de que o empregado, serviçal ou preposto agia em seu nome⁸⁵⁸.

A relação de emprego e de prestação de serviços sem dúvida cria, em maior ou menor grau⁸⁵⁹, uma relação de subordinação entre contratado e contratante. Quanto aos prepostos, a

⁸⁵⁷ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 102.

⁸⁵⁸ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 151. A respeito do conhecimento do terceiro prejudicado sobre os limites dos poderes do preponente, vide: COELHO DA ROCHA, João Luiz. Os prepostos das sociedades no Novo Código Civil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 135, p. 89-93, 2004. p. 92. Ainda na lição de João Luiz Coelho da Rocha: “[e]ncerrando o trato legal (art. 1.178), a lei declara que os atos praticados pelo preposto direto da empresa, e concernente às atividades dela, mesmo eu não especificamente autorizados por escrito, trazem a responsabilização da pessoa jurídica. A matriz valorativa, aqui adotada, é a de que o contexto ambiental da prática do ato (dentro da sede, filial, estabelecimento), tomado o seu caráter social, normal, sistemático, dentro das ações regulares da empresa, dispensa expressão específica de poderes para que tal ato tenha validade jurídica própria” (COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2005. p. 147). O dispositivo mencionado pelo autor é o seguinte: “Art. 1.178. Os preponentes são responsáveis pelos atos de quaisquer prepostos, praticados nos seus estabelecimentos e relativos à atividade da empresa, ainda que não autorizados por escrito. Parágrafo único. Quando tais atos forem praticados fora do estabelecimento, somente obrigarão o preponente nos limites dos poderes conferidos por escrito, cujo instrumento pode ser suprido pela certidão ou cópia autêntica do seu teor”.

⁸⁵⁹ No caso da relação de emprego, a subordinação é elemento essencial, conforme artigo 3º, caput, do Decreto-Lei nº 5.452/1943.

relação de subordinação também existe⁸⁶⁰. Ainda que as figuras do empregado, contratado e preposto possam se confundir e se sobrepor em algumas circunstâncias⁸⁶¹, sua posição jurídica não é a mesma.

A utilização de prepostos no exercício da empresa não é algo novo. Já se conhece, há muito, essa figura, que é pessoa contratada pelo empresário para cumprir determinada tarefa⁸⁶². Em função da forma como a relação de preposição é construída, com aspectos de subordinação e representação, José Xavier Carvalho de Mendonça enxergava nela características tanto do contrato de mandato, como de locação de serviços.

A relação de subordinação entre preposto e preponente denotaria a existência de locação de serviços, enquanto a representação exercida pelo preposto perante terceiros atrairia a figura do mandato⁸⁶³ – muito embora a relação de preposição pressuponha uma relação muito mais próxima entre as partes do que o mandato⁸⁶⁴.

No âmbito do Código Civil, os prepostos foram tratados sob dois grupos distintos: (i) gerentes, considerado como o preposto permanente que atua nas dependências físicas do empresário (artigo 1.172); e (ii) contabilistas e outros auxiliares (artigos 1.177 e 1.178). Não obstante, não é necessário que a atuação de um auxiliar do empresário se enquadre em uma dessas situações para que se estabeleça a relação de preposição. Pelas suas próprias características, a preposição pode ser configurada de fato, a depender da existência de subordinação e representação entre duas pessoas.

Desse modo, haverá preposição quando terceiros mantiverem relações com o preposto como se estivessem diante do próprio preponente, como ocorre com um caixa de supermercado e seu empregador, por exemplo⁸⁶⁵. A preposição, no entanto, somente confere

⁸⁶⁰ “O preponente precisa ter a certeza da probidade e capacidade do preposto da sua aptidão moral, intelectual e física para desempenhar as funções a fim de apresentá-lo à confiança de terceiros. O direito de dar ordens e instruções ao preposto e o de fiscalizar o modo por que este as executa constituem fundamentos da responsabilidade do preponente pelos atos do preposto” (CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1953. v. 2. p. 437).

⁸⁶¹ “Dificilmente no fluxo normal do comércio será um diretor da empresa (institucionalmente habilitado), quem concede recibo em entrega de bens ou no acolhimento de serviços. E raramente este se dá por meio de um mandatário comum. Quase sempre é um preposto da sociedade, eu empregado em geral, mas não necessariamente, quem vai formalizar aqueles atos. Daí a importância dessas regras novas do Código Civil que concedem tintas mais nítidas e precisas ao alcance, à prova e ao limite dos poderes dos prepostos das sociedades” (COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Administradores, conselheiros e prepostos...** Op. cit. p. 145).

⁸⁶² CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro...** Op. cit. p. 436.

⁸⁶³ *Ibidem*. p. 437-438.

⁸⁶⁴ COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Os prepostos das sociedades...** Op. cit. p. 89.

⁸⁶⁵ FÉRES, Marcelo Andrade. A rede empresarial: pelo correto conhecimento dos prepostos e dos administradores das sociedades anônimas. In: WALD, Arnaldo *et al.* (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais – Homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 497-498.

ao preposto poderes para a realização de atos ordinários específicos, tendo em vista a sua condição de agente auxiliar do empresário na condução da empresa⁸⁶⁶.

Por causa da flexibilidade da atuação do preposto e do fato de sua posição jurídica, por vezes, sobrepor-se a outras, como a de empregado ou prestador de serviços, muitas vezes essa figura é confundida com outras que são distintas. Alguns chegam a qualificar o próprio administrador da sociedade como preposto. Não obstante, não se pode confundir, sob qualquer hipótese, o administrador da pessoa jurídica com os seus prepostos⁸⁶⁷.

Como já visto, a Lei nº 6.404/1976, assim como o Código Civil, trata os administradores como órgãos da sociedade, estabelecendo “requisitos e impedimentos, quóruns de eleição, garantias de gestão, forma de investidura, deveres e responsabilidades”⁸⁶⁸. Ainda que uma pessoa tenha poderes de representação, só será órgão da companhia se for eleita para cargo de administração de acordo com o estatuto social⁸⁶⁹.

Dito isso, fica claro que a hipótese de responsabilização civil por fato de terceiro disposta no artigo 932, III, do Código Civil não é, de forma alguma, aplicável à companhia que viola o seu dever de informar. Como visto na seção 4.2.5 desta tese, a companhia divulga informações ao mercado por meio de seus órgãos e somente se eximirá de responsabilidade civil pelas informações falsas ou imprecisas que eventualmente forem divulgadas caso o ato ilícito seja imputável ao administrador, de acordo com os pressupostos da teoria organicista.

Ao divulgar informações, a companhia não é representada por terceiros e, ainda que empregados ou prestadores de serviços possam participar da elaboração de informações que, posteriormente, são divulgadas ao mercado, é a própria companhia quem responderá perante investidores pela sua veracidade e precisão.

Caso os agentes cometam erros que causem prejuízo à companhia, ela poderá exigir-lhes ressarcimento em ação de regresso. Perante investidores, no entanto, a companhia responde por ato próprio, sendo inaplicável, portanto, o regime de responsabilidade civil

⁸⁶⁶ *Ibidem*. p. 499-501.

⁸⁶⁷ COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Os prepostos das sociedades...** Op. cit. p. 89; CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro...** Op. cit. p. 441-442; COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Administradores, conselheiros e prepostos...** Op. cit. p. 141.

⁸⁶⁸ FÉRES, Marcelo Andrade. Op. cit. p. 495.

⁸⁶⁹ “O preposto, o empregado e o estranho podem representar a pessoa jurídica, não pode funcionar como órgão, sem no ser. O porteiro é empregado, não é órgão. O caixa-recebedor e o caixa-pagador são empregados; se praticam atos jurídicos *stricto sensu* e negócios jurídicos, são, também, representantes, não órgãos; para que fossem órgãos, teriam de o dizer os estatutos ou o ato constitutivo. Não há pessoa jurídica sem órgão, inclusive sem órgão para a vida externa. Exatamente porque o órgão não representa, a pessoa jurídica é capaz de obrar” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Pessoas Físicas e jurídicas...** Op. cit. p. 405).

objetiva por fato de terceiro estabelecido no artigo 932 do Código Civil (inclusive a regra do seu inciso III).

4.4.4 Não aplicação da responsabilidade civil objetiva do fornecedor no Código de Defesa do Consumidor

O Código de Defesa do Consumidor será aplicável sempre que houver relação de consumo, isto é, negócio jurídico entre consumidor e fornecedor. O consumidor é “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”⁸⁷⁰, enquanto fornecedor é qualquer pessoa que desenvolva “atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços”⁸⁷¹. Serviço, para fins de caracterização de uma pessoa como fornecedora, significa “qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista”⁸⁷².

O Código de Defesa do Consumidor estabelece uma das principais hipóteses de responsabilidade civil objetiva no direito brasileiro: a responsabilidade pelo fato do produto ou do serviço. Os fornecedores de produtos e serviços são responsáveis, independentemente de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos dos seus produtos e serviços ou em razão do fornecimento de informações insuficientes ou inadequadas sobre sua utilização e riscos⁸⁷³.

Para os fins do presente trabalho, é necessário verificar se o investidor de mercado, ao adquirir valores mobiliários emitidos por uma companhia, poderia ser qualificado como consumidor e se os valores mobiliários negociados no mercado poderiam ser, por sua vez, qualificados como produtos de consumo. Caso a resposta seja positiva, a responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado deveria ser regida pelo Código de Defesa do Consumidor, não pelo Código Civil.

Os exatos contornos da definição de consumidor em negócios com escopo de lucro têm sido objeto de intenso debate, no qual, inicialmente, se opuseram duas correntes principais: (i) a teoria maximalista, que defende a ampliação do conceito de consumidor, incluindo em seu escopo qualquer pessoa que adquira um bem ou serviço para uso próprio,

⁸⁷⁰ Artigo 2º, caput, do Código de Defesa do Consumidor.

⁸⁷¹ Artigo 3º, caput, do Código de Defesa do Consumidor.

⁸⁷² Artigo 3º, § 2º, do Código de Defesa do Consumidor.

⁸⁷³ Vide artigo 12, *caput*, e artigo 13, *caput*, do Código de Defesa do Consumidor.

podendo abranger empresários e pessoas jurídicas; e (ii) a teoria finalista, que defende a visão de que só é consumidor a pessoa que adquire um bem ou serviço como destinatário final, o que excluiria, em grande parte dos casos, empresários e pessoas jurídicas de seu escopo⁸⁷⁴.

Com o desenvolvimento da discussão, no entanto, foram formuladas teorias intermediárias. Pode-se citar duas principais: a teoria finalista mitigada e a teoria do escopo de lucro. Pela teoria finalista mitigada, a pessoa jurídica pode ser considerada consumidora caso seja vulnerável com relação ao seu contratante⁸⁷⁵. A vulnerabilidade poderia decorrer de aspectos subjetivos do contratante, como a sua vulnerabilidade técnica, jurídica ou fática, bem como de aspectos objetivos, como ocorreria no caso de contratos de adesão, aquisição de bens e serviços no mercado de consumo ou de dependência econômica⁸⁷⁶. Já pela teoria do escopo de lucro, o Código de Defesa do Consumidor não deveria ser aplicado se o vínculo contratual é criado “em torno ou em decorrência da atividade empresarial de ambas as partes, premidas pela busca do lucro”⁸⁷⁷.

Por um lado, ainda que o investidor não seja, necessariamente, empresário ou conduza atividade econômica, é inegável que a sua intenção, ao adquirir valores mobiliários, é de obter lucro – ainda que o lucro pretendido seja apenas o necessário para manter o poder de compra de sua poupança. Por outro lado, também é inegável que alguns investidores, especialmente

⁸⁷⁴ “Genericamente, o conceito de consumidor pode ser explicitado em razão de das correntes doutrinárias prevalecentes: os finalistas e os maximalistas. Os finalistas desenvolvem o conceito de consumidor a partir da definição do artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor, em conjunto com o princípio do seu artigo 4º, inciso I. Incluem no conceito a vulnerabilidade do agente adquirente do serviço ou do produto, qualificando-se consumidor apenas o não-profissional, com extensão episodicamente a profissionais, desde que estes estejam sob posição de subordinação em relação ao fornecedor. Excluem-se os consumidores intermediários. Tal expressão resulta em identificar que, abstratamente, quem adquire um bem ou serviço é consumidor de fato, mas, por critérios jurídicos, não conta com a proteção da relação de consumo. Para os maximalistas, a interpretação que se deve dar ao Código de Defesa do Consumidor está representada na concepção de que os agentes do mercado podem assumir posições que, em um momento, são de fornecedores; e em outro, de consumidores” (RUY, Fernando Estevam Bravin. **Direito do Investidor: Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2010. p. 32-33).

⁸⁷⁵ O STJ, em recente decisão, estabeleceu o seguinte: “Em uma relação interempresarial, para além das hipóteses de vulnerabilidade já consagradas pela doutrina e pela jurisprudência, a relação de dependência de uma das partes frente à outra pode, conforme o caso, caracterizar uma vulnerabilidade legitimadora da aplicação da Lei 8.078/90, mitigando os rigores da teoria finalista e autorizando a equiparação da pessoa jurídica compradora à condição de consumidora” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. AgInt no AREsp 1.480.596/PR. Relator Ministro Moura Ribeiro. Julgado em 17/02/2020. Publicado em 19/02/2020). No mesmo sentido, a corte também decidiu: “o Código de Defesa do Consumidor não se aplica no caso em que o produto ou serviço é contratado para implementação de atividade econômica, já que não estaria configurado o destinatário final da relação de consumo (teoria finalista ou subjetiva). Contudo, tem admitido o abrandamento da regra quando ficar demonstrada a condição de hipossuficiência técnica, jurídica ou econômica da pessoa jurídica, autorizando, excepcionalmente, a aplicação das normas do CDC (teoria finalista mitigada)” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. AgInt no AREsp 1.545.508/RJ. Relator Ministro Luis Felipe Salomão. Julgado em 11/02/2020. Publicado em 18/02/2020).

⁸⁷⁶ Para a discussão destes conceitos, vide: MIGUEL, Paula Castello. **Contratos entre empresas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006. p. 131-144.

⁸⁷⁷ FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral dos Contratos...** Op. cit. p. 34.

pequenos investidores individuais, podem apresentar vulnerabilidades frente a outros agentes de mercado e, possivelmente, enxergam valores mobiliários como produtos financeiros de consumo.

Não obstante, mesmo aqueles que enxergam relação de consumo entre o investidor e participantes do mercado, como agentes que atuam na intermediação de compra e venda de valores mobiliários⁸⁷⁸, afastam a condição de consumidor do investidor que adquire ações de uma companhia. Admite-se, assim, que a relação entre investidores e companhias é regida pela Lei nº 6.385/1976 e pela Lei nº 6.404/1976, não pelo Código de Defesa do Consumidor⁸⁷⁹.

Já se expôs, na seção 3.3.2, que a regulação brasileira pretendeu afastar do mercado o investidor inexperiente, atribuindo aos agentes do sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários o dever de verificar a adequação dos produtos de investimento ao perfil dos seus clientes⁸⁸⁰. Assim, se um investidor adquire valor mobiliário sem pleno conhecimento de seus riscos e características, a solução não parece ser aplicar o Código de Defesa do Consumidor para protegê-lo, mas examinar se: (i) o investidor induziu o intermediário de mercado a erro, fazendo-o acreditar que compreendia os riscos assumidos; ou (ii) o intermediário falhou em seu dever de verificar o perfil do seu cliente.

Perante a companhia, no entanto, o investidor nunca será consumidor, pois a sua relação com a sociedade será regida pela Lei nº 6.404/1976 e pela Lei nº 6.385/1976. Além disso, o investidor, geralmente, não adquire o valor mobiliário como destinatário final⁸⁸¹ e a companhia nunca será, perante o seu investidor ou acionista, um fornecedor, pois o valor

⁸⁷⁸ “Os serviços de agentes financeiros configuram-se inequivocamente como atividade ofertada e fornecida indistintamente ao mercado de consumo, mediante remuneração. Esses serviços que o investidor paga ante a intermediação obrigatória de um produto voltado ao valor mobiliário devem ser prestados dentro das condições estabelecidas e tuteladas pelo Código de Defesa do Consumidor” (RUY, Fernando Estevam Bravin. Op. cit. p. 40-41).

⁸⁷⁹ “Geralmente, há substancial diferença entre o intermediário prestador do serviço na compra e venda de valor mobiliário, e a relação jurídica do investidor com a empresa, por exemplo, quando adquire ações e se torna um investidor-acionista. O investidor tem uma relação jurídica com a empresa como acionista e assim por diante. Se adquirir debêntures, é credor da empresa” (Ibidem. p. 41).

⁸⁸⁰ Essa obrigação está disposta, principalmente, no artigo 2º da Resolução CVM nº 30/2021, com a seguinte redação: “Art. 2º As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente”. Além disso, os agentes do mercado têm o dever de assegurar que “o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação” (artigo 3º, III, da Resolução CVM nº 30/2021).

⁸⁸¹ “[O] investidor que compra ações normalmente não o faz como destinatário final, mas com o objetivo de aliená-las mais cedo ou mais tarde em mercado secundário, consistindo essa possibilidade de alienação, justamente, em um dos eventos de realização de lucros buscados no momento do investimento” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 241).

mobiliário não é um bem voltado ao mercado de consumo, mas um instrumento utilizado para captar recursos para o financiamento da empresa exercida pela sociedade⁸⁸².

O risco que o investidor assume ao adquirir valores mobiliários e a sua eventual posição de fragilidade perante o empresário não são objeto de mitigação pelo direito do consumidor, mas pelo direito subjetivo à informação e pela proteção que a lei societária confere a acionistas e financiadores da companhia.

Logo, antes de adquirir valores mobiliários, o ordenamento jurídico garante ao investidor o acesso a informações suficientes para avaliar o risco e, enquanto detém o investimento, a legislação societária evita o cometimento de abusos pela administração e por acionistas controladores da companhia. Fora essas proteções, o investidor “está amarrado à sorte do empreendimento, correndo passivamente o risco da perda de substância econômica de seu investimento”⁸⁸³.

Em conclusão, deve-se afastar a aplicação do Código de Defesa do Consumidor ao caso de violação do dever de informar da companhia perante os investidores, em função da divulgação de informações falsas ou imprecisas.

4.4.5 Crítica à posição de Modesto Carvalhosa acerca da responsabilidade civil objetiva da companhia

Afastadas as principais hipóteses de responsabilidade civil objetiva à divulgação de informações falsas ou imprecisas a investidores pela companhia, há uma última posição que deve ser abordada. Trata-se da tese de Modesto Carvalhosa sobre a responsabilidade civil objetiva da companhia perante seus investidores, que se apoia em dois argumentos principais: (i) a responsabilidade civil sem culpa da pessoa jurídica tem sido cada vez mais adotada pelo ordenamento jurídico; e (ii) a companhia persegue um único objetivo, o lucro, de modo que seria inócuo examinar qualquer aspecto subjetivo de seu comportamento.

Com relação ao primeiro argumento, é fato notório que a legislação brasileira tem criado hipóteses específicas de responsabilização civil objetiva de pessoas jurídicas por determinadas infrações⁸⁸⁴. Esse fato, inclusive, foi exposto nas seções acima (principalmente

⁸⁸² “A emissão de ações em si não é atividade de oferecimento de bens ou serviços aos consumidores, mas forma de captar recursos para financiar as atividades previstas no objeto social – donde não se poder, tecnicamente, qualificar a companhia como fornecedora” (Loc. cit.).

⁸⁸³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit. p. 45.

⁸⁸⁴ “Com efeito, a responsabilidade objetiva da pessoa jurídica por atos de seus administradores é hoje consagrada na Constituição Federal e na legislação infraconstitucional como um princípio do Ordenamento Jurídico brasileiro, enquanto enunciado normativo que orienta a compreensão das demais normas, como se pode

na seção 4.1.2 e nas seções 4.4.1 a 4.4.4), e a conclusão a que se chegou é que a responsabilidade civil subjetiva continua sendo uma regra geral e mais ampla que a da responsabilidade civil sem culpa, aplicável apenas em situações específicas, delineadas em lei.

Os regimes não são excludentes e coexistem no ordenamento brasileiro, sendo sua aplicação determinada pelas circunstâncias do ato e pelos critérios para determinação de sua antijuridicidade, de modo que a ampliação de um regime de responsabilidade civil não resulta na extinção do outro.

Com relação ao segundo argumento, Modesto Carvalhosa sustenta que os atos das pessoas jurídicas são dirigidos unicamente à consecução de seu objeto social, sem as ambiguidades psicológicas que são próprias da pessoa física. Assim, sendo a conduta da pessoa jurídica voltada a objetivos específicos, sem nenhuma interferência de fatores psicológicos, a sua responsabilidade civil seria sempre objetiva⁸⁸⁵. Com base nesse raciocínio, o autor defende que a companhia deve ser responsabilizada objetivamente por danos causados aos investidores em função do fornecimento de informações falsas ou imprecisas ao mercado⁸⁸⁶.

É inegável que o comportamento da companhia não é influenciado por fatores psicológicos, no entanto, ao afirmar que isso impede o exame da culpa da companhia, Modesto Carvalhosa olvida que a melhor doutrina do direito civil tem defendido, mesmo com relação às pessoas físicas, o exame da culpa a partir de padrões de comportamento (culpa *in abstracto* ou normativa), afastando-se a necessidade de análise de fatores psicológicos ou estritamente subjetivos⁸⁸⁷. Por meio da objetivação do exame da culpa, torna-se perfeitamente

ver das legislações concernentes aos direitos ambiental (Lei 9.605/98), tributário (Lei 5.172/66), consumerista (Lei 8.078/90), concorrencial (Lei 12.529/2011) e anticorrupção (Lei 12.846/2013)” (CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico...** Op. cit. p. 31).

⁸⁸⁵ “Isso porque a ação da pessoa jurídica é dirigida unicamente à consecução do seu objeto social, diferentemente da pessoa física que age dentro de um universo caracterizado pelas ambiguidades psicológicas que são próprias de sua natureza. A ação e a conduta da pessoa jurídica visam, objetivamente, a um determinado fim, para cuja consecução não entram aspectos psicológicos. Na realização de seu objeto social, a pessoa jurídica se conduz conformidade da lei ou contrariamente a ela, tendo, no entanto, sempre em vista a realização do objeto pré-determinado em seu estatuto social. E, não havendo vontade psicológica na ação da pessoa jurídica, deve sua conduta ser objetivamente apurada no capítulo de sua desconformidade com a lei. A responsabilidade da sociedade é inteiramente independente da conduta de seus gestores, por isso é considerada objetiva” (Loc. cit.).

⁸⁸⁶ “É, portanto, objetiva a responsabilidade da companhia aberta por falta de informação fidedigna, causando danos aos investidores de mercado e, assim, à economia popular. Ocorrendo o dano, ele deve ser ressarcido, independentemente da verificação da culpa ou do dolo do agente que elaborou ou enviou as demonstrações financeiras para publicação, uma vez que tal omissão e/ou fornecimento de informação falsa e incompleta é sempre ilícita, em violação às leis que regulam o mercado de capitais” (Ibidem. p. 32).

⁸⁸⁷ Neste sentido: (i) GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 72-73; (ii) PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 94 (nota do atualizador); e (iii) TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 103-107.

possível escrutinar a culpa da pessoa jurídica, razão pela qual o entendimento de Modesto Carvalhosa, nesse aspecto, também não se sustenta.

4.5 O caráter instrumental da responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários como fator de dissuasão do comportamento ilícito culposo

Mencionou-se, em diversas partes deste trabalho, que as normas do mercado de valores mobiliários devem ser interpretadas e aplicadas de modo a assegurar que os objetivos de políticas públicas que lhes são subjacentes (expansão e desenvolvimento das companhias brasileiras e do mercado de valores mobiliários nacional) sejam alcançados.

Nesse contexto, a opção feita por este estudo, como já deve ter sido possível notar, é pelo emprego de um consequencialismo dogmático, conjugando-se a rigidez na interpretação das normas, própria do dogmatismo jurídico, com a flexibilidade que a visão finalística do direito oferece⁸⁸⁸. Respeita-se a lógica intrínseca e a literalidade dos dispositivos legais, com base no rigor dogmático, ao mesmo tempo em que se busca identificar e assegurar a consecução das finalidades para os quais as normas foram criadas, com base na lógica consequencialista.

A interpretação de normas a partir de sua finalidade não é algo inédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. A CVM já utilizou essa forma de interpretação, por exemplo, em decisões a respeito do lastro de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA)⁸⁸⁹ e de certificados de recebíveis imobiliários (CRI)⁸⁹⁰.

⁸⁸⁸ Segue-se, assim, em linhas gerais, as recomendações de Luiz Fernando Schuartz. “A delicada operação de reconciliação entre dogmática jurídica e consequencialismo jurídico requer, inicialmente, a ampla condicionalização das normas de direito positivo que se apresentem na forma de prescrições da realização de objetivos (e. g., princípios jurídicos ou ‘programas finalísticos’), i. e., sua reestruturação enquanto normas do tipo ‘Se X, então dever-ser Y’, seguida pela redescrição da condição X de modo que a verificação da sua ocorrência pelo julgador nos casos concretos dependa, predominantemente, da investigação de fatos pretéritos à conduta sub judice. Um exemplo bastante sutil de como isso pode ser feito (bem como das dificuldades e dos riscos envolvidos) encontra-se no direito de defesa da concorrência, em que prescrições de objetivos de difícil operacionalização em processos de aplicação do direito (e. g., a maximização do bem-estar social no controle de concentrações econômicas) foram sendo substituídas por regras e procedimentos relativamente simples de decisão (e. g., os guias ou algoritmos de análise, mundialmente difundidos, elaborados pelas autoridades competentes) cuja implementação, por sua vez, é substancialmente dependente do recurso a fatos passados para a enunciação de prognósticos acerca de eventos futuros (e. g., a consideração dos volumes de importações passadas como prova de que importações futuras serão capazes de inibir exercícios de poder de mercado pelas firmas participantes na concentração avaliada)” (SCHUARTZ, Luiz Fernando. *Consequencialismo Jurídico, Racionalidade Decisória e Malandragem*. *Revista de Direito Administrativo*, São Paulo, v. 248, p. 130-158, 2008. p. 147).

⁸⁸⁹ Vide, por exemplo, o seguinte trecho do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez no Processo SEI nº 19957.001669/2016-13: “Afigura-se, portanto, cabível, na hipótese em tela, aplicação extensiva da norma, por meio de uma exegese teleológica, que, atentando para sua finalidade, permite a conclusão de que, com as amarras concretas existentes na operação, estaria sendo preservado integralmente o propósito da Lei 11.076/04, o

No mercado de valores mobiliários, essa visão implica reconhecer, na responsabilidade civil um meio de proteção do mercado por meio da dissuasão de comportamentos que impeçam ou dificultem o seu funcionamento eficiente e, conseqüentemente, a sua expansão e o seu desenvolvimento. Afasta-se, portanto, a concepção da responsabilidade civil como mero instrumento de punição ou de ressarcimento individual, atribuindo-se a ela um objetivo mais amplo de proteção do próprio mercado, isto é, um efeito pedagógico, e não somente punitivo ou reparatório.

As seções seguintes buscarão: (i) estabelecer a relação entre a repressão do comportamento ilícito e a efetividade das normas do mercado de valores mobiliários; e (ii) estabelecer as bases teóricas que permitem, dentro de uma visão dogmática da responsabilidade civil, enxergar o direito individual à indenização como uma ferramenta do aparato legal de implementação de políticas públicas voltadas ao mercado de valores mobiliários.

4.5.1 A repressão de ilícitos e a efetividade das normas do mercado de valores mobiliários

O regime administrativo sancionador no mercado de valores mobiliários constitui, ao lado de instrumentos de orientação, educação e prevenção, uma forma de prevenir e combater ilícitos, pautada em um sistema repressivo e pedagógico⁸⁹¹.

Os instrumentos que a CVM dispõe para garantir a efetividade das normas regulatórias do mercado de valores mobiliários estão dispostos no artigo 9º da Lei nº 6.385/1976 e referem-se, essencialmente, aos poderes de: (i) examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos dos diversos participantes do mercado; (ii) intimar os participantes do mercado a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa; (iii) requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; (iv) determinar republicação, correção ou aditamento de informações divulgadas por companhias;

que me leva a acompanhar o voto proferido pelo Presidente Leonardo Pereira” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Julgado em 30/08/2016).

⁸⁹⁰ Em consulta a respeito da possibilidade de utilização dos recursos da emissão de certificados de recebíveis imobiliários para reembolso de despesas efetuadas antes da emissão dos valores mobiliários, a Diretora Flávia Perlingeiro pontuou o seguinte no Processo Administrativo CVM nº 19957.001522/2017-12: “Desse modo, parece-me correto concluir que, além de pertinente do ponto de vista conceitual, a estrutura apresentada na Consulta é aderente aos propósitos da legislação de regência, propícia ao fomento do setor imobiliário e tem repercussões positivas no funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº 19957.001522/2017-12. Julgado em 02/07/2019).

⁸⁹¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 24-25.

(v) apurar, por meio de processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas por participantes do mercado; e (vi) aplicar, aos autores de infração, a respectiva penalidade (conforme critérios do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976), sem prejuízo da responsabilidade civil e penal.

A legislação, portanto, conferiu à administração pública plenos poderes para direcionar a conduta de agentes do mercado por meio de mecanismos de prevenção e repressão do comportamento infracional, devendo o aparato sancionador ser utilizado para garantir a vigência geral das normas e a proteção dos bens jurídicos tutelados⁸⁹². Os poderes de fiscalização, orientação e repressão da CVM devem ser exercidos para assegurar que os objetivos da lei serão alcançados, caracterizando-se como poderes funcionalizados⁸⁹³.

Em outras palavras, a repressão administrativa não tem finalidade precipuamente punitiva, como pode ser observado no direito penal, ou indenizatória, como no direito civil. Ao contrário, o aparato sancionador administrativo tem como finalidade dar efetividade às normas e, no caso do mercado de valores mobiliários, aos objetivos de política econômica do Estado⁸⁹⁴ (que, no âmbito deste trabalho, afirma-se serem o desenvolvimento e expansão das companhias brasileiras e do mercado de valores mobiliários nacional).

Embora a Lei nº 6.385/1976 tenha dotado a CVM de amplos poderes de fiscalização e repressão, tem-se apontado uma baixa efetividade da aplicação das normas de proteção de investidores e acionistas minoritários.

Já em 1977, no ano seguinte à promulgação da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976, em dissertação sobre a regulação do mercado de valores mobiliários, Nelson Eizirik criticou a forma pela qual a legislação brasileira havia incorporado, a partir da Lei nº 4.728/1965 e das normas que a regulamentaram, o sistema de *disclosure* de inspiração norte-americana. A crítica do autor não era direcionada ao sistema em si, mas ao fato de não

⁸⁹² Ibidem. p. 43.

⁸⁹³ “Aliás, no atual sistema constitucional brasileiro, é somente assim que pode ser compreendido o art. 9º da Lei nº 6.385/1976. Os poderes conferidos por lei à CVM, como sói acontece em relação aos poderes administrativos em geral, somente têm fundamento na medida em que se destinem a permitir que ela cumpra as funções públicas para as quais foi criada. Trata-se, portanto, de um poder-função, de natureza nitidamente instrumental e que, assim somente se legitima se e quando exercido no sentido de permitir que a Autarquia alce os seus fins, desincumbido-se de seus mandatos legais” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Artigo 9º. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 179-180).

⁸⁹⁴ “Por conseguinte, a atuação repressiva das autoridades administrativas somente poderá ser legitimamente levada a cabo quando resulte estritamente necessária, idônea e proporcional aos objetivos perseguidos em sua atuação. Com efeito, as sanções aplicadas pelo Estado na esfera criminal e na esfera administrativa devem ser: (a) adequadas à defesa social e à política econômica do Estado; (b) dosadas criteriosamente, de acordo com a gravidade da infração; (c) justadas à personalidade dos infratores, pessoas físicas ou jurídicas; (d) aplicadas com certeza e firmeza, de molde a não desmoralizar o sistema repressivo” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 350).

terem sido feitos ajustes para adaptar o *disclosure* à estrutura do mercado brasileiro então existente, que não possuía participantes de mercado e investidores tão experientes como nos Estados Unidos⁸⁹⁵.

A estrutura, ademais, não permitia que investidores exercessem pressão sobre emissores de valores mobiliários, de modo a possibilitar o acesso a informações precisas e verdadeiras. Na visão de Nelson Eirizik, a adoção do sistema de divulgação obrigatória no Brasil deu-se em termos meramente formais, pois os investidores não foram beneficiados com instrumentos efetivos para garantir que os emissores divulgassem informações fidedignas⁸⁹⁶.

A crítica do autor estendeu-se aos instrumentos de reparação de danos causados por administradores e acionistas controladores no âmbito da Lei nº 6.404/1976, então recentemente publicada. Já prevendo os problemas que, mais tarde, se tornariam evidentes, Nelson Eirizik afirmou que as ações de responsabilidade civil dispostas na lei societária se provariam demoradas e difíceis, podendo constituir “um ponto de estrangulamento, tornando sem efetividade tais dispositivos, pelos problemas processuais envolvidos”⁸⁹⁷.

A efetividade das normas está diretamente ligada à repressão de comportamentos que violem os seus preceitos⁸⁹⁸. Embora a Lei nº 6.385/1976 tenha conferido poderes de repressão à CVM, apenas a atuação da administração pública é insuficiente para dissuadir o comportamento ilícito. A necessidade de mecanismos de repressão, não só na seara administrativa, mas também na seara civil, foi reconhecida por meio da Lei nº 7.913/1989, que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao mercado. Criou-se, com a lei, “uma espécie de direito civil punitivo”, de cunho marcadamente pedagógico

⁸⁹⁵ “A validade da adoção do princípio do disclosure no Brasil é bastante discutível. Nos Estados Unidos, quando foram promulgadas as leis de 1933 e 1934, já havia um mercado de capitais bastante desenvolvido, embora pouco ordenado. Existia, então, uma tradição de mercado de capitais, com investidores habituados às opções de investimento que este mercado poderia oferecer. No caso brasileiro, a situação era bastante diversa, já que o mercado de capitais era muito pouco desenvolvido, com um número reduzido de investidores” (EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 120).

⁸⁹⁶ “A adoção do princípio do disclosure no Brasil deu-se basicamente em termos formais, uma vez que mesmo a qualidade e a fidedignidade das informações são discutíveis. Isto ocorre, em grande parte, por não haver uma maior pressão por parte dos usuários (via autoridade reguladora ou até mesmo via tribunais) para um sistema mais acurado de informações. Assim, a suposição de que, no Brasil, os investidores estarão devidamente protegidos se houver um sistema adequado de disclosure parece falaciosa” (Ibidem. p. 121)

⁸⁹⁷ Ibidem. p. 132.

⁸⁹⁸ O jurista francês Georges Ripert já comentava, em seu estudo sobre o capitalismo moderno e o papel do direito no auxílio ao dirigismo estatal, que “[a] violação constante da lei habitua os homens a considerar que o que não é respeitado não é respeitável. A lei cai em desuso ou não sobrevive senão a custa de repetidas modificações. [...] É preciso, portanto, para fazer respeitar as regras legais de direção econômica, criar sanções eficazes” (RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Campinas: Red Livros, 2002. p. 268).

com o objetivo de reforçar a proteção de direitos difusos ou coletivos e desestimular práticas infracionais⁸⁹⁹.

Muito se discute sobre a repressão de condutas ilícitas e a efetividade das normas em assegurar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Em extenso estudo sobre o valor atribuído por investidores às companhias que obtêm listagem de seus valores mobiliários nas bolsas de valores dos Estados Unidos, John C. Coffee Jr. sugeriu que o prêmio atribuído aos títulos negociados em mercados norte-americanos estaria ligado à maior efetividade na aplicação de penalidades pelas autoridades do país⁹⁰⁰.

A análise parte da premissa estabelecida em uma série de estudos realizados por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (também conhecidos coletivamente pela sigla “LLS&V”), que tentaram identificar uma relação de causalidade entre os diferentes estágios de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários nacionais e as características do ambiente institucional (especialmente o ordenamento jurídico) dos seus respectivos países. Em um dos estudos, os autores concluem, analisando uma amostra de dados de quarenta e nove países, que há uma forte correlação entre estágios avançados de desenvolvimento de mercados financeiros e a existência de proteções legais eficazes a investidores⁹⁰¹.

Um estudo posterior dos mesmos autores, de análise mais qualitativa, chegou a três conclusões: (i) não há uniformidade quanto ao conjunto de direitos conferidos aos acionistas minoritários e investidores nas diversas jurisdições; (ii) países de *common law* apresentam maior efetividade na aplicação das normas do mercado de valores mobiliários do que países de *civil law* de tradição francesa, com exceção feita aos países de *civil law* de tradição germânica e escandinava; e (iii) países com baixa efetividade na aplicação das leis de

⁸⁹⁹ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit. p. 160.

⁹⁰⁰ “More narrowly, it suggests only that one legal variable – the level of enforcement intensity – distinguishes jurisdictions in a manner that can explain national differences in the cost of capital (especially between common law and civil law countries) and the valuation premium that foreign firms cross-listing into the United States (and only the United States) exhibit” (COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. **University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, v. 156, p. 229-311, 2007. p. 233). Tradução livre: “De forma mais estrita, parece apenas que uma variável jurídica – o nível da intensidade de aplicação das normas – distingue jurisdições de uma forma capaz de explicar as diferenças nacionais no custo de capital (especialmente entre países de common law e civil law) e o prêmio de avaliação que companhias estrangeiras listadas nos Estados Unidos (e somente os Estados Unidos) exibem”.

⁹⁰¹ “We compare external finance across 49 countries as a function of the origin of their laws, the quality of legal investor protections, and the quality of law enforcement. We find strong evidence that the legal environment has large effects on the size and breadth of capital markets across countries” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 52, p. 1131-1150, 1997. p. 1132). Tradução livre: “Comparamos o financiamento externo em 49 países como função da origem de suas leis, qualidade das proteções legais de investidores e qualidade da aplicação das normas. Encontramos forte evidência de que o ambiente normativo possui relevantes efeitos no tamanho dos mercados de valores mobiliários nos diversos países”.

mercado de valores mobiliários tendem a desenvolver mecanismos de compensação, como dividendos obrigatórios, e acabam gerando concentração de capital⁹⁰².

John C. Coffee Jr. busca expandir as conclusões dos estudos conduzidos por LLS&V, argumentando que as diferenças de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários não estão ligadas apenas às características dos quadros normativos de seus respectivos países, mas também (e principalmente) à intensidade da aplicação das normas coercitivas. O autor demonstra, por exemplo, que, para além das diferenças de efetividade na aplicação de normas do mercado de valores mobiliários nos países de *common law* e *civil law*, os Estados Unidos destacam-se pela intensidade da atuação de seus órgãos de fiscalização até mesmo em comparação com seus pares.

Um dos pontos que distinguiriam os Estados Unidos dos demais seria o seu sistema privado de responsabilização de infratores, que não possuiria nenhum semelhante em outros países⁹⁰³. Mesmo quando os números de ações de responsabilização por infrações das normas do mercado de valores mobiliários em diferentes jurisdições são ajustados para o tamanho de seus respectivos mercados, os Estados Unidos ainda se destacam como o líder na intensidade da aplicação de suas normas⁹⁰⁴. Esta vantagem é ampliada de forma significativa quando as ações privadas, e não apenas as ações administrativas, são levadas em consideração⁹⁰⁵.

⁹⁰² Idem. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998. p. 1151-1152.

⁹⁰³ “What [the studies] show are two outstanding and unambiguous facts: (1) Common law and civil law countries differ markedly in their regulatory intensity, with the former expending vastly greater resources on enforcement by any measurement standard. (2) In terms of actual enforcement actions brought and sanctions levied, the United States is an outlier, which, even on a market-adjusted basis, imposes financial penalties that dwarf those of any other jurisdiction. The United States is exceptional in other ways as well. In the United States, public enforcement of law is supplemented by a vigorous, arguably even hyperactive, system of private enforcement. Relying on class actions and an entrepreneurial plaintiffs’ bar motivated by contingent fees, the U.S. system of private ‘enforcement by bounty hunter’ appears in fact to exact greater annual aggregate sanctions than do its public enforcers. This system has no true functional analogue anywhere else in the world” (COFFEE JR., John C. **Law and the market...** Op. cit. p. 245). Tradução livre: “O que [os estudos] mostram são dois fatos indiscutíveis e extraordinários: (1) Países de common law e civil law são marcadamente distintos na sua intensidade regulatória, com o primeiro gastando substancialmente mais recursos na aplicação das normas por qualquer forma de medição. (2) Em termos de ações propostas e penalidades impostas, os Estados Unidos é um ponto fora da curva, que, mesmo quando se ajusta para o tamanho do mercado, impõe penalidades muito superiores às de qualquer outra jurisdição. Os Estados Unidos são excepcionais em outras formas também. Nos Estados Unidos, as ações administrativas são complementadas por um vigoroso, provavelmente até hiperativo, sistema de ações privadas. Em função de ações coletivas e do espírito empreendedor de autores motivados por remunerações de sucesso, o sistema de ações privadas ‘por recompensa’ dos Estados Unidos parece impor penalidades totais maiores que as impostas por autoridades públicas. Este sistema não possui nenhum igual em nenhuma parte do mundo”.

⁹⁰⁴ “Differences in direct governmental regulatory expenditures between common law and civil law jurisdictions have predictable implications for the firms subject to these differing levels of oversight. In all likelihood, greater public expenditures on financial regulation in turn imply greater private expenditures, as firms in common law countries must expend more in order to comply with the closer and more exacting oversight that larger and better-funded regulatory staffs can exercise. Thus, a firm considering whether to cross-list into the U.S. market, particularly if it is incorporated in a civil law jurisdiction, must anticipate increased scrutiny and, as a result, increased compliance expenses. [...] Even when these numbers are adjusted to reflect relative market size, the disparity between the United States and Germany remains roughly five to one. Turning from the number of

LLS&V já haviam sugerido, em artigo publicado em 2000, que o caminho para se construir um mercado de valores mobiliários dinâmico e desenvolvido seria estabelecer normas de proteção a investidores e aprimorar padrões de governança corporativa. Assim, os países que desejassem promover o desenvolvimento de seus mercados deveriam reformular profundamente o seu quadro normativo, com foco em uma maior e mais efetiva proteção de investidores e acionistas minoritários⁹⁰⁶.

John C. Coffee Jr., por outro lado, conclui que apenas a reformulação legislativa não seria suficiente para estimular o desenvolvimento do mercado. Seria preciso, ainda, intensificar a aplicação das normas. Assim, o autor sugere que o prêmio associado à listagem de companhias nas bolsas norte-americanas está relacionado à percepção de investidores de que, ao se submeter à jurisdição dos Estados Unidos, o emissor demonstra ter comprometimento com seus investidores e capacidade financeira de arcar com o relevante ônus regulatório que essa decisão produz⁹⁰⁷.

Ao mesmo tempo em que ressalta a importância da aplicação intensiva das normas do mercado de valores mobiliários para estimular o seu desenvolvimento, John C. Coffee Jr. faz duras críticas ao sistema de ação coletiva norte-americano, acusando-o de criar situações nas

actions brought to the aggregate monetary sanctions imposed, Jackson was only able to secure comparable data for the United States and the United Kingdom. Over the 2000-2002 period, public securities enforcement monetary sanctions imposed in the United States exceeded those imposed in the United Kingdom, even after adjusting for relative market size, by a more than ten-to-one margin” (Ibidem. p. 260-262). Tradução livre: “Diferenças em gastos governamentais de regulação entre jurisdições de common law e civil law possui implicações previsíveis para sociedades sujeitas a estes diferentes níveis de supervisão. Provavelmente, maiores gastos públicos com regulação financeira resultam em maiores gastos privados, já que as sociedades em países common law devem gastar mais para cumprir com as normas mais rígidas que reguladores maiores e bem financiados buscam aplicar. Assim, uma sociedade considerando listar seus valores mobiliários no mercado norte-americano, particularmente se for constituída em uma jurisdição de civil law, deverá esperar maior fiscalização e, como resultado, maiores custos de observância. [...] Mesmo quando estes números são ajustados para refletir o tamanho relativo dos mercados, a disparidade entre os Estados Unidos e Alemanha continua sendo de cinco para um. Quanto ao volume de penalidades impostas, Jackson conseguiu apenas comparar dados dos Estados Unidos e Reino Unido. Entre 2000 e 2002, penalidades impostas no mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos superou aquelas aplicadas no Reino Unido, mesmo depois de ajuste para o tamanho do mercado, por uma margem de dez para um”.

⁹⁰⁵ Ibidem. p. 266-268.

⁹⁰⁶ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Nova York, v. 58, p. 3-27, 2000. p. 24.

⁹⁰⁷ “That is, if a firm that believes it possesses superior investment opportunities wants to convince the market of its claim, it might cross-list in the United States to signal to investors not that it has adopted superior protections for minority shareholders, but that its investment projects are superior. The market’s reaction might in effect be, ‘You would not do anything as dangerous as listing in the United States, unless you were very certain of your investment opportunities’-essentially, one bonds in order to signal” (COFFEE JR., John C. *Law and the market...* Op. cit. p. 291-292). Tradução livre: “Isto é, se uma sociedade acredita que possui oportunidades de investimento superior e pretende convencer o mercado de sua crença, ela pode se registrar como companhia aberta nos Estados Unidos e sinalizar a investidores não que adotou proteções maiores para acionistas minoritários, mas que seus projetos são superiores. A reação do mercado efetivamente pode ser, ‘Você não faria algo tão penoso como se registrar nos Estados Unidos, a não ser que esteja certo de suas oportunidades de investimento – essencialmente, é uma sinalização”.

quais acionistas processam acionistas, fazendo o dinheiro apenas “trocar de bolso” entre investidores, sem que administradores sejam devidamente punidos. Essa distorção justificaria uma mudança nas regras que regem as ações indenizatórias privadas e uma maior ênfase na repressão administrativa⁹⁰⁸.

No contexto brasileiro, a baixa efetividade da aplicação de normas de proteção a acionistas minoritários e a pouca divulgação de informações por companhias abertas têm sido apontadas, dentre diversos outros fatores, como motivos para a falta de dinamismo do mercado de valores mobiliários nacional⁹⁰⁹. Ainda que o ordenamento brasileiro preveja o mecanismo da ação coletiva inspirado no sistema norte-americano⁹¹⁰ para ressarcir danos sofridos por investidores, inclusive, pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado, a realidade demonstra que a Lei nº 7.913/1989 não é tão aplicada na prática⁹¹¹.

⁹⁰⁸ “More generally, the securities class action seems poorly designed as a shareholder remedy for the familiar secondary market ‘stock drop’ case, because it essentially involves shareholders suing shareholders. Inevitably, the settlement cost imposed on the defendant corporation in a securities class action falls principally on its shareholders. This means that the plaintiff class recovers from the other shareholders, with the result that secondary market securities litigation largely generates pocket-shifting wealth transfers among largely diversified shareholders. Redesign of the ‘secondary market’ securities class action is possible, but almost certainly not imminent. In the interim, it must be recognized that private enforcement of the securities laws in the United States is working imperfectly, achieving little, if any, compensation and only limited deterrence because its costs fall largely on innocent shareholders rather than the culpable corporate officers actually responsible for ‘cooking the books’ and other misdeeds. Thus, if in the United States private enforcement under the federal securities laws seldom imposes penalties on the culpable, it makes sense to place greater reliance on public enforcement” (Ibidem. p. 304). Tradução livre: “De forma geral, as ações coletivas de valores mobiliários parecem não serem projetadas como a melhor forma de remédio para o caso da ‘queda de cotação’ do mercado secundário, por que essencialmente envolve acionistas processando acionistas. Inevitavelmente, o custo de um acordo imposto na companhia ré em uma ação coletiva recai principalmente em seus acionistas. Isso significa que os autores são indenizados por outros acionistas, com o resultado de que os litígios no mercado secundário geram mudanças de bolso do dinheiro e transferência de riqueza entre investidores largamente diversificados. A reformulação da ação coletiva do mercado secundário é possível, mas provavelmente não imediata. Por enquanto, deve-se reconhecer que as ações privadas no mercado dos Estados Unidos são imperfeitas, alcançando pouca, se é que alguma, compensação e apenas um limitado nível de dissuasão por que seus custos recaem principalmente nos acionistas inocentes, ao invés de recair sobre os administradores culpados que são responsáveis de fato por adulterar a contabilidade e praticar outros ilícitos. Assim, se as ações privadas nos Estados Unidos não impõem as penalidades nas partes culpadas em geral, faz sentido dar mais ênfase às ações públicas”.

⁹⁰⁹ BLACK, Bernard S. **Strengthening Brazil’s Securities Markets**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=247673>. Acesso em 13 de junho de 2020. p. 16-24; e (ii) GORGA, Érica. Culture and Corporate Law Reform: a case study of Brazil. **University of Pennsylvania Journal of International Economic Law**, Filadélfia, v. 27, p. 803-905, 2000. p. 896-900.

⁹¹⁰ “É indisputável, a propósito do tema, que o legislador brasileiro se inspirou na sistemática das class actions norte-americanas, ao criar a ação coletiva para defesa de interesses individuais homogêneos” (ZACLIS, Lionel. O investidor no mercado de capitais em face da lei. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 322).

⁹¹¹ “A despeito de sua grande relevância, inclusive e especialmente por assegurar ‘aos titulares de valores mobiliários e aos investidores de mercado’ proteção específica e clara em situações não expressamente referidas na legislação societária, a Lei nº 7.913/1989 não tem sido amplamente aplicada na prática” (PEREIRA, Cesar; QUINTÃO, Luísa. Substituição da ação civil pública por arbitragem nos casos de proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais (Lei nº 7.913/1989). In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA,

Mesmo as ações de indenização individuais são raras no Brasil, o que resulta em um sistema de repressão que depende, em grande parte, da administração pública, por meio da atuação da CVM⁹¹².

Com base nas constatações acima, é possível verificar que: (i) as normas de proteção a investidores e divulgação de informações possuem baixa efetividade no ordenamento brasileiro; e (ii) o sistema de repressão depende precipuamente da CVM, sendo que, tendo em vista a baixa efetividade das normas, sua atuação não é suficiente para assegurar o cumprimento das regras existentes.

De nada adianta a existência de normas de divulgação obrigatória de informações se elas não são adequadamente cumpridas pelas companhias. Como apontado no início da seção 2 acima, as normas do mercado de valores mobiliários têm como objetivo propiciar o desenvolvimento das companhias brasileiras e a expansão do mercado de valores mobiliários nacional. Para que os objetivos sejam implementados, é preciso que haja um sistema que assegure o cumprimento das regras existentes⁹¹³.

A efetividade do sistema não depende apenas de boas regras, como já apontado por John C. Coffee Jr., mas também da intensidade da repressão de agentes que a descumpram. Por outro lado, como alerta o mesmo autor, o sistema de repressão de desvios não pode se tornar um mecanismo pelo qual o dinheiro simplesmente troca de mãos, sem que haja dissuasão do comportamento ilícito.

Ao mesmo tempo em que a atuação da CVM tem sido insuficiente para assegurar a efetividade das normas brasileiras, seria um erro apontá-la como culpada pelo cenário

Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 72).

⁹¹² “Apesar de o modelo brasileiro ser composto por mecanismos públicos e privados de aplicação dessa legislação, na prática há um desbalanceamento entre eles, caracterizado pela prevalência dos mecanismos públicos em detrimento dos privados. Daí se dizer que o contencioso envolvendo a legislação do mercado de capitais no Brasil é altamente concentrado em medidas de enforcement público, que tais medidas são muito mais efetivas do que as privadas e que o enforcement da legislação brasileira do mercado de capitais é altamente concentrado em ações tomadas pela CVM” (PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 48).

⁹¹³ Conforme destacado por Guilherme Setoguti J. Pereira, a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976 ressaltou a importância da existência de um sistema que assegure a efetividade das normas societárias. Segundo o autor, a exposição de motivos “afirmou que a mobilização da poupança popular através desse mercado depende de uma sistemática que assegure aos seus participantes respeito às regras a que se sujeitam” (Ibidem. p. 39-40). No item mencionado pelo autor, a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976 refere-se a um sistema que “sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (BRASIL. **Exposição de motivos nº 196...** Op. cit. p. 1). Não parece claro se o Ministro da Fazenda, nesse item da exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976, estaria fazendo alusão à efetividade da repressão de infrações à lei societária. No entanto, ainda que se admita que não houve menção expressa a essa questão, é razoável afirmar que uma “sistemática que assegure o respeito a regras definidas e equitativas”, seja ela para proteger o acionista minoritário ou o investidor de forma mais geral, depende de mecanismos efetivos de repressão a condutas em descumprimento das normas existentes.

indesejável. Os recursos humanos e financeiros da administração pública são limitados e não se pode esperar que a CVM seja o único agente responsável pela repressão de ilícitos no mercado de valores mobiliários. Destarte, adota-se, neste trabalho a posição de Guilherme Setoguti J. Pereira, que afirma: “os mecanismos públicos e privados de aplicação forçada dessa legislação apresentam vantagens e desvantagens que lhes são próprias, o que faz com que o modelo ideal seja o que congregue elementos das duas espécies de mecanismos (modelo misto ou híbrido)”⁹¹⁴.

Acredita-se, portanto, que a melhor forma de se assegurar a efetividade das normas é enxergar a ação de responsabilidade civil individual como mecanismo complementar ao aparato de repressão administrativa. Não obstante, para que essa visão seja compatível com o objetivo do legislador da Lei nº 6.385/1976, de garantir o desenvolvimento e a expansão das companhias brasileiras e do mercado de valores mobiliários nacional, é preciso afastar-se das concepções predominantes sobre as funções da responsabilidade civil, que ora a enxergam como instrumento de punição do autor do dano, ora como instrumento de ressarcimento da vítima.

Ao adotar a visão de que o direito é meio para a implementação de políticas públicas, como se faz nesta tese⁹¹⁵, deve-se optar por uma visão que privilegie a tutela do funcionamento do mercado como um todo, e não dos eventuais interesses individuais de investidores e emissores de valores mobiliários. Especificamente, é necessário que se adote uma visão da responsabilidade civil tendo como objetivo o funcionamento eficiente do mercado, conforme exposto na seção 2 desta tese, conferindo-se efetividade ao dever de informar da companhia. Para esse fim, deve-se atribuir à responsabilidade civil o mesmo papel que se atribui ao aparato de repressão administrativa: dissuadir a infração às regras vigentes e garantir a efetividade das normas do mercado de valores mobiliários.

A função de dissuasão da responsabilidade civil, embora pouco explorada, não é assunto novo na doutrina nacional⁹¹⁶. Cumpre, assim, examinar o que já se discutiu a respeito da relação entre a responsabilidade civil e a dissuasão de ilícitos no ordenamento jurídico brasileiro.

⁹¹⁴ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Op. cit. p. 45-46.

⁹¹⁵ Com base em FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial...** Op. cit. p. 20.

⁹¹⁶ O ressarcimento do dano moral, por exemplo, já havia afastado a ideia de que apenas o dano mensurável monetariamente poderia ser indenizado, o que distanciava a responsabilidade civil de uma função meramente punitiva ou reparatória. “Não é mais cabível a tese de que aquele que causou um sofrimento a uma pessoa não deva ressarcir o ofendido, alegando a impossibilidade de uma justa retribuição ao mal causado. A contraprestação monetária, embora não desempenhe a função de equivalência, atenua as repercussões da lesão jurídica” (ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. **A pessoa jurídica...** Op. cit. p. 119).

4.5.2 O fator de dissuasão da responsabilidade civil e a proteção do mercado: a responsabilidade civil como complemento à repressão administrativa

Francisco Amaral leciona que a responsabilidade civil pode ser analisada, quanto à sua natureza, como sanção indireta de função preventiva e restauradora. “Preventiva porque, como toda sanção, destina-se a garantir o respeito à lei; e restauradora no sentido de que, violado o preceito jurídico e configurado o dano, o infrator se obriga a indenizar o lesado”⁹¹⁷. Essa visão é reverberada por outros autores, inclusive, no contexto do mercado de valores mobiliários.

Luís Gastão Paes de Barros Leães, em sua clássica obra sobre o *insider trading*, em edição de 1982, já declarava que “a disciplina da responsabilidade civil, prevista na legislação, oferece amplo arsenal para a repressão de toda e qualquer conduta contraveniente aos mandamentos de polícia, de que resulte prejuízos a interesses privados”⁹¹⁸. Assim, tomando o exemplo dos Estados Unidos, o autor atribuiu à responsabilidade civil o papel de corrigir desequilíbrios sociais causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, “consubstanciando a sanção civil instrumento repressivo de importância fundamental na polícia desse segmento da economia nacional”⁹¹⁹.

Nelson Eizirik ressalta o papel da responsabilidade civil de proporcionar o equilíbrio entre liberdade e os deveres sociais de cada indivíduo, garantindo o ressarcimento de danos sofridos e permitindo o estabelecimento de regras de conduta a todos os indivíduos, harmonizando a sua liberdade com o convívio social⁹²⁰.

Caio Mário da Silva Pereira, por outro lado, ao fazer um prognóstico sobre a evolução da teoria da responsabilidade civil, asseverou que “[o] que predomina é a inclinação para a socialização dos riscos”⁹²¹. A opinião do respeitado civilista encontra eco na realidade da responsabilidade civil de forma geral, visto que, como explorado na seção 4.4 acima, as hipóteses de responsabilidade objetiva têm demonstrado constante expansão. No entanto, com

⁹¹⁷ AMARAL, Francisco. Op. cit. p. 548.

⁹¹⁸ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 107.

⁹¹⁹ Ibidem. p. 126.

⁹²⁰ “A disciplina da responsabilidade civil, de um modo geral, não consideradas aqui as relações contratuais, constitui um instrumento que permite a manutenção do equilíbrio entre a liberdade e os deveres sociais de cada pessoa. Nesse sentido, ressalta, num primeiro momento, a função de reparação do dano, inerente a qualquer ação de responsabilidade civil, pela qual visa o sistema jurídico permitir ao lesado a recomposição do seu estado anterior. Trata-se, pois, de manter o equilíbrio nas relações privadas existentes entre as pessoas. Visando a harmonização das liberdades entre indivíduos que não são ligados por laços familiares ou contratuais, o sistema jurídico estabelece regras de conduta na esfera civil” (EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 49).

⁹²¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 19.

relação à responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários, a socialização dos riscos de forma indiscriminada pode estimular o descumprimento da norma e desvirtuar a finalidade reparatória da responsabilidade civil⁹²², dificultando o funcionamento eficiente do mercado (conforme definido na seção 2 desta tese), que depende da observância do dever de informar pelos emissores de valores mobiliários.

Uma das principais vantagens da responsabilidade civil sem culpa é possibilitar a alocação adequada dos riscos de determinada atividade quando o dever de diligência, por si só, não for suficiente para evitar a geração de danos⁹²³. A generalização da responsabilidade sem culpa poderia deturpar essa lógica, impondo-se o custo de determinados riscos a partes que não deveriam suportá-lo. Como já se mencionou, o risco é parte inerente do ato de investimento. Retirar o custo do risco do investidor causaria a inviabilização do próprio mercado de valores mobiliários.

Entende-se que, ao menos no contexto do mercado de valores mobiliários, a tendência da responsabilidade civil deve ser a do fortalecimento de seu fator dissuasório, por meio do reconhecimento de que o desincentivo à conduta infracional é necessário para a manutenção do próprio mercado. Desse modo, diante da constatação de que a responsabilidade civil não se limita às funções de punir e ressarcir, servindo, pedagogicamente, como forma de incentivar o comportamento lícito, passa a ser possível vislumbrar a sua aplicação não apenas de forma retrospectiva, incidindo sobre fatos já consolidados, mas também prospectiva, conformando condutas futuras⁹²⁴.

⁹²² “O bom funcionamento do sistema de responsabilidade civil, capaz de proteger adequadamente as vítimas dos danos, em atendimento ao princípio da solidariedade social, depende do respeito aos seus requisitos e fundamentos, sem que se deva, no afã de ampliar o dever de reparar, desvirtuar a sua finalidade genuinamente reparatória e suprir a precariedade de políticas públicas insuficientes” (TEPEDINO, Gustavo. **O art. 931 do Código Civil...** Op. cit. p. 13).

⁹²³ “Outrossim, diante de situações em que o próprio causador pouco conseguiria prevenir, uma responsabilidade subjetiva seria ineficiente porque os custos de seu comportamento permaneceriam totalmente com a vítima, embora todos os benefícios fossem internalizados por ele. Apenas com a atribuição de uma responsabilidade objetiva poder-se-á alcançar o ponto ótimo de prevenção, pois, ainda que não possa o agente controlar o dever de diligência, haverá o controle da quantidade de atividade. A responsabilidade objetiva, nesse ponto, provoca a mais eficiente alocação de recursos. Como as pessoas procuram satisfazer suas necessidades com o que lhes é mais conveniente, a função do preço seria permitir que estas comparassem os custos de produção das coisas que pretendem” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa; DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. **A responsabilidade civil**

sob o aspecto econômico. Disponível em: <http://www.tjsp.jus.br/download/EPM/Publicacoes/ObrasJuridicas/rc13.pdf?d=636680468024086265>. Acesso em 20 de junho de 2020. p. 343).

⁹²⁴ “Ao invés da culpa e da coerção, a responsabilidade encontra novo fundamento moral na circunspeção – e, por que não, no cuidado –, reformulando, portanto, a sua velha acepção, levando-a para longe do singelo conceito inicial de obrigação de reparar ou de sofrer a pena. A responsabilidade mantém a sua vocação retrospectiva – em razão da qual somos responsáveis pelo que fizemos –, acrescida de uma orientação prospectiva, imputando-nos a escolha moral pela virtude, sob pena de nos responsabilizarmos para o futuro” (ROSENVALD, Nelson. **As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil.** 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 32).

O papel da responsabilidade civil como instrumento de conformação e controle de comportamentos foi ressaltado por Henri e Léon Mazeaud, que, traçando um paralelo com a vedação ao abuso do direito, destacaram a generalidade da matéria e o alcance abrangente de suas regras⁹²⁵. Em função desse caráter generalista, os autores afirmam que a responsabilidade civil pode integrar diferentes normas de forma complementar, acrescentando regras de reparação de danos onde o legislador não as tenha previsto de forma expressa⁹²⁶.

A partir dessa perspectiva, é possível afirmar que a responsabilidade civil tem o potencial de exercer “a função de reafirmar o poder sancionatório (ou punitivo) do Estado” e “a função de desestímulo para qualquer pessoa que pretenda desenvolver atividade capaz de causar efeitos prejudiciais a terceiros”⁹²⁷.

A obrigação de ressarcir o dano causado, portanto, pode ser encarada como uma forma de sanção voltada ao reforço da coação institucionalizada ao cumprimento das normas, sendo “uma espécie de medida indireta, dentro da ampla categoria de medidas de controle social, voltada à observância do ordenamento jurídico”⁹²⁸.

Nesse contexto, conforme doutrina de Nelson Rosenvald, pode-se identificar na sanção civil três funções, conforme explica o autor⁹²⁹:

Cremos que no direito brasileiro do alvorecer do século XXI, a conjunção dessas orientações permite o estabelecimento de três funções para a responsabilidade civil: (1) função reparatória: a clássica função de transferência dos danos do patrimônio do lesante ao lesado como forma de reequilíbrio patrimonial; (2) função punitiva: sanção consistente na aplicação de uma pena civil ao ofensor como forma de desestímulo de comportamentos reprováveis; (3) função precaucional: possui o objetivo de inibir atividades potencialmente danosas.

⁹²⁵ “C’est essentiellement grâce à la théorie de l’abus des droits que les principes de la responsabilité civile ont permis de ‘régulariser’ l’exercice de droits, de le tempérer d’y apporter un frein. Celui qui ‘abuse d’un droit’ engage sa responsabilité. On voit alors le champ d’application illimité de notre domaine, presque tous les droits étant susceptibles d’abus; on voit quel merveilleux instrument de contrôle constituent les règles de la responsabilité civile”. Tradução livre: “É essencialmente graças à teoria do abuso de direito que os princípios da responsabilidade civil permitiram ‘regularizar’ o exercício dos direitos, temperando-os para lhes impor um freio. Quem ‘abusa de um direito’ assume sua responsabilidade. Vemos então o alcance ilimitado do nosso domínio, quase todos os direitos sendo suscetíveis de abusos; vemos quão maravilhoso instrumento de controle são as regras de responsabilidade civil” (MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. 4. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1947. v. 1. p. 14).

⁹²⁶ “Mais on ne s’arrête pas là; on fait jouer aux principes qui gouvernent notre matière un rôle ‘complémentaire’. Dans de nombreux cas, la loi a pris soin d’organiser spécialement la sanction des obligations qu’elle édicte. Les règles de la responsabilité civile vont permettre d’aller au delà de cette sanction, de la compléter, d’y ajouter une condamnation à dommages-intérêts que le législateur n’avait pas expressément prévue”. Tradução livre: “Mas não paramos por aí; fazemos com que os princípios que regem a nossa matéria desempenhem um papel ‘complementar’. Em muitos casos, a lei teve o cuidado de organizar especificamente a sanção das obrigações que decreta. As regras da responsabilidade civil permitirão ir além desta sanção, completando-a, acrescentando uma condenação em perdas e danos que o legislador não previu expressamente” (Loc. cit.).

⁹²⁷ ROSENVALD, Nelson. **As funções da responsabilidade civil...** op. cit. p. 33.

⁹²⁸ Ibidem. p. 52.

⁹²⁹ Ibidem. p. 95.

É importante deixar claro que a posição que ora se defende não é pela aceitação do chamado “dano punitivo” no direito civil brasileiro, mas pela atribuição à responsabilidade civil de um caráter dissuasório, de desestímulo ao desrespeito às normas vigentes. A principal consequência desse enfoque, dentro da proposta do presente trabalho, é de conferir um peso maior à análise da culpa do agente causador do dano, especialmente quanto ao seu dever de diligência. Ao contrário das relações de consumo ou de outros tipos de relação não paritária, as negociações realizadas no mercado de valores mobiliários envolvem partes que devem atender a padrões de diligência mínimos.

O investidor deve se informar sobre os riscos dos seus investimentos antes de realizá-los ou assumir os riscos (adicionais) de seu desconhecimento. Os intermediários do mercado devem garantir que seus clientes tenham ciência dos riscos associados aos valores mobiliários negociados (por meio da verificação do perfil do cliente, conforme Resolução CVM nº 30/2021).

Da mesma forma, outros participantes do mercado, como administradores de carteira, auditores independentes, agências de classificação de risco etc. devem observar padrões de comportamento diligente, seja em função do seu envolvimento em uma relação fiduciária, seja em função do seu papel de guardião (*gatekeeper*) do mercado, conforme o caso.

Os emissores, por sua vez, também devem observar um padrão de comportamento diligente ao colocar os seus valores mobiliários para negociação no mercado, de modo a garantir a sua higidez e tutelar a confiança de investidores nos mecanismos de troca. O dever de diligência, portanto, conforma a atuação de todos os agentes do mercado, que devem adotar o cuidado e a cautela necessários para a proteção dos interesses de suas contrapartes e do funcionamento do mercado como um todo.

Destarte, ao passo em que o aparato de repressão administrativa busca garantir a coercitividade das normas, a responsabilidade civil apresenta-se como mecanismo de reforço à prevenção de ilícitos⁹³⁰. Essa constatação não é particularmente nova e já foi aventada por estudiosos do direito societário. Ao discorrer sobre a responsabilidade civil de administradores, Nelson Eizirik afirmou que a responsabilização por ações privadas poderia servir de auxílio à atuação da CVM, “posto que a aplicação da lei, via ações judiciais, de certa

⁹³⁰ “Repensar hoje a responsabilidade civil significa compreender as exigências econômicas e sociais de um determinado ambiente. ‘Responsabilizar’ já significou punir, reprimir, culpar; com o advento da teoria do risco, ‘responsabilizar’ se converteu em reparação de danos. Na contemporaneidade, some-se à finalidade compensatória a ideia de responsabilidade como prevenção de ilícitos” (FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 86).

forma alivia a atividade disciplinar daquela Comissão”⁹³¹. Tratar-se-ia, nesse caso, de adotar-se o conceito de “cidadão-Ministério Público”, pelo qual a atuação privada do acionista reforçaria o aparato público de repressão de ilícitos⁹³².

Da mesma forma, nos Estados Unidos, a importância das ações privadas de indenização por falhas informacionais como complemento da repressão administrativa foi destacada pela Suprema Corte no julgamento do caso *J. I Case Co. v. Borak* em 1964⁹³³. O processo, que dizia respeito à competência do tribunal de primeira instância com relação a um dos pedidos formulados, originou-se de uma demanda de indenização ajuizada por um acionista que não exerceu o direito de preferência (*preemptive right*) que teria em decorrência de uma reorganização societária, alegadamente pelo fato de a operação ter sido realizada com a divulgação de informações enganosas.

A partir da comparação com as ações privadas de indenização por infrações concorrenciais, a Suprema Corte considerou as ações privadas de indenização no mercado de valores mobiliários como complemento necessário à atuação da SEC⁹³⁴. Como resultado, a competência do tribunal de primeira instância foi confirmada.

Da mesma forma, estudos recentes demonstraram que: (i) a SEC tem dado maior foco à repressão de ilícitos que causaram mais danos a investidores⁹³⁵; e (ii) estes têm maior chance de sucesso em ações privadas de indenização caso a companhia também tenha sido alvo de ações pela SEC⁹³⁶.

⁹³¹ EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa...** Op. cit. p. 49.

⁹³² “Trata-se da aplicação da filosofia do ‘cidadão-Ministério Público’, pela qual busca-se prover inúmeros incentivos à proposição de ações de responsabilidade civil, as quais são visualizadas não apenas como instrumento de recomposição de prejuízos, mas também como fator de prevenção de condutas ilegais” (Loc. cit. p. 49).

⁹³³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 402, Relator Tom C. Clark, julgado em 08/06/1964. Referência original: *J. I Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964).

⁹³⁴ “Private enforcement of the proxy rules provides a necessary supplement to Commission action. As in antitrust treble damage litigation, the possibility of civil damages or injunctive relief serves as a most effective weapon in the enforcement of the proxy requirements”. *J. I Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426, 432 (1964). Tradução livre: “Ações privadas relacionadas a pedidos públicos de procuração fornecem um suplemento necessário à ação da Comissão. Assim como no caso do dano triplo no direito concorrencial, a possibilidade de ressarcimento de danos ou tutelas cautelares servem como arma efetiva na aplicação das normas de exigências das procurações”.

⁹³⁵ “We find that the SEC seems to have shifted its enforcement focus away from challenging frauds at firms in financial distress to seeking out frauds at companies where investors may have suffered larger losses, especially if they are smaller firms” (COFFEE JR., John C.; THOMAS, Randall S. Public and private enforcement of the securities law: have things changes since Euron. **Notre Dame Law Review**, Notre Dame, v. 80, p. 893-908, 2005. p. 906). Tradução livre: “Entendemos que a SEC parece ter mudado o seu foco de atuação para longe de fraudes em companhias em situações financeiras precárias para fraudes onde os investidores possam ter tido grandes perdas, especialmente se forem causadas em companhias menores”.

⁹³⁶ “When both a SEC and private action proceed for the same misconduct, private recoveries are statistically larger and settled more quickly than when there is no parallel SEC enforcement action” (COX, James D. **SEC Enforcement Actions for Financial Fraud and Private Litigation: An Empirical Inquiry**. Duke Law Journal, Durham, v. 53, p. 737-779, 2003. p. 777). Tradução livre: “Quando tanto a SEC, como a ação privada,

Como se percebe, conferir à responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários a função de dissuasão do comportamento ilícito pressupõe o reconhecimento de seu papel complementar ao aparato de repressão administrativa. Não obstante, afirmar que determinada sanção deve desestimular certos comportamentos é insuficiente. É preciso qualificar o que se entende por dissuasão para que se defina como e em que medida a norma deve ter esse efeito.

Normas que flexibilizem os pressupostos da responsabilização civil de companhias por violações do seu dever de informar podem dissuadir de forma excessiva, tratando de forma semelhante os bons e os maus emissores. Por outro lado, normas que tornem excessivamente difícil que a companhia seja responsabilizada civilmente por falhas informacionais também são indesejáveis, pois não gerarão incentivos ao cumprimento da norma. Assim, é preciso que o fator da dissuasão da responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários busque o equilíbrio.

Esse equilíbrio, que será analisado na seção a seguir, é o que se costuma chamar de dissuasão ótima. No caso da responsabilidade civil por divulgação de informações falsas ou imprecisas pela companhia, a dissuasão ótima deve ser examinada à luz da situação peculiar no qual as ações se inserem, isto é, de litígios entre a companhia e os seus próprios acionistas e investidores.

4.5.3 A questão da dissuasão ótima em conflitos de acionistas e investidores contra a própria companhia

Uma proposta de análise da responsabilidade civil da companhia por divulgação de informações falsas e imprecisas ao mercado não seria completa se não enfrentasse a seguinte questão: ao responsabilizar a própria companhia, quem arca com os custos dos erros cometidos pelos seus órgãos de administração é, em última instância, os seus acionistas, que poderão ter os seus dividendos reduzidos pelo montante de eventual condenação. Trata-se de um fato que não pode ser ignorado e que é, frequentemente, apontado como uma grave falha das teorias que buscam impor a responsabilidade de atos dos órgãos de administração à própria companhia⁹³⁷.

Como já se demonstrou nas seções 4.1 e 4.2, é perfeitamente possível, no ordenamento brasileiro, que a companhia seja responsabilizada por atos de seus órgãos de administração.

miram a mesma conduta, os ressarcimentos são estatisticamente maiores e os casos são resolvidos de forma mais rápida do que quando não há uma ação paralela da SEC”.

⁹³⁷ BOOTH, Richard A. The future of Securities Litigation. **Journal of Business & Technology Law**, Baltimore, v. 4, p. 129-165, 2009. p. 136-143.

Essa é, aliás, a essência da teoria organicista. A situação que ora se examina é específica, pois trata de ações reparatórias movidas por acionistas e investidores da companhia contra a própria companhia, o que gera, ao fim e ao cabo, uma briga de acionistas contra acionistas⁹³⁸.

Dentro do quadro teórico que aqui se propõe, isto é, de atribuir-se à responsabilidade civil a função de dissuasão, deve-se indagar: (i) se a responsabilização civil da própria companhia é contraproducente em gerar dissuasão de violações do seu dever de informar; e (ii) quais são as possíveis soluções para garantir a dissuasão ótima de violações do dever de informar da companhia.

A dissuasão ótima que se discutirá na seção deve ser encarada mais como um conceito daquilo que deve ser alcançado pela aplicação das normas vigentes do que uma métrica exata da intensidade dessa aplicação; ou seja, trata-se de um parâmetro qualitativo, e não quantitativo.

Do ponto de vista conceitual, a capacidade de dissuasão de uma norma é determinada pela diferença de tratamento conferido aos agentes que respeitam as normas e aos agentes que as violam⁹³⁹. Para que a dissuasão alcance o ponto ótimo, é preciso que o comportamento violador da norma vigente seja tratado de forma claramente distinta do comportamento lícito⁹⁴⁰.

A dissuasão ótima, nesse contexto, apresenta-se como meio do caminho entre dois extremos indesejáveis: (i) a baixa dissuasão, que gera incentivos à violação das normas ao deixar de punir comportamentos ilícitos; e (ii) a dissuasão excessiva, que também gera incentivos à violação das normas ao punir indiscriminadamente condutas lícitas e ilícitas⁹⁴¹.

O problema da dissuasão ótima das normas do mercado de valores mobiliários tem sido objeto de intensa discussão entre especialistas norte-americanos em função das regras

⁹³⁸ De um lado, estarão os acionistas lesados, que terão sofrido um decréscimo patrimonial causado pela divulgação da informação falsa ou imprecisa. De outro lado estarão os acionistas que, indiretamente, arcarão com os custos da uma possível condenação da companhia.

⁹³⁹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 284.

⁹⁴⁰ “The higher the penalty for the offense, the more discriminating the enforcement must be in order to prevent both deterring appropriate behavior and stimulating undesired behavior” (Loc. cit.). Tradução livre: “Quanto maior a penalidade para a infração, mais específica a aplicação da norma deve ser para evitar a dissuasão de comportamentos lícitos e o estímulo ao comportamento indesejável”.

⁹⁴¹ Frank Easterbrook e Daniel Fischel explicam que a dissuasão ótima não garante a punição de todos os ilícitos, mas busca afastar-se da aplicação excessiva ou da aplicação insuficiente da lei. “Overenforcement is similar to indiscriminating enforcement. For any offense, there is an optimal level of enforcement at which the costs of expending an additional enforcement dollar just equal the gains from reducing the incidence of the offenses. The optimal level of enforcement allows some violations to occur, because the costs of stamping out these violations exceed the costs of the violations themselves” (Ibidem. p. 284-285). Tradução livre: “Aplicação excessiva é parecida com a aplicação não discriminada. Para qualquer infração, há um nível ótimo de aplicação da norma, em que os custos de gastar um dólar a mais na aplicação da norma é igual ao ganho de reduzir a incidência de infrações. O nível ótimo de aplicação das normas permite que algumas violações ocorram, pois os custos de reprimir tais violações excedem os custos das violações em si”.

que regem as ações privadas de indenização contra companhias nos Estados Unidos. A discussão centra-se, principalmente, nos chamados “*stock-drop cases*” (casos de queda de cotação), nos quais os investidores buscam ressarcimento dos danos decorrentes da redução da cotação de suas ações causada pela divulgação de informações falsas ou imprecisas pelas companhias.

Uma das críticas mais contundentes contra as ações privadas de indenização no mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos foi formulada por John C. Coffee Jr. Segundo o autor, ao impor a maior parte do ônus da reparação das perdas de investidores por falhas informacionais à própria companhia, não aos seus administradores, o ordenamento jurídico não estaria gerando dissuasão do comportamento ilícito, na medida em que seriam os próprios acionistas, não os administradores, que arcariam com os custos da violação da norma⁹⁴².

Essa distorção seria maior nos casos de falhas informacionais no mercado secundário. Já se expôs, neste trabalho, que, nas ofertas primárias realizadas no mercado primário, há um negócio jurídico que envolve a companhia, como ofertante, e o investidor, como ofertado. No mercado secundário, no entanto, as negociações são realizadas entre investidores, sem participação da companhia (exceto nos casos em que a companhia negocie com os seus próprios valores mobiliários, nos limites impostos pela lei e pelas normas da CVM).

Segundo John C. Coffee Jr., a punição da companhia por falhas informacionais no caso de negociações no mercado secundário é ainda mais deletéria à capacidade de dissuasão das normas, pois, nesses casos, a companhia não é sequer parte do negócio jurídico. O motivo dessa afirmação seria que, enquanto, nas ofertas primárias no mercado primário, a companhia poderia se beneficiar de informações falsas ou imprecisas (pois aumentaria a sua captação de capital), a mesma vantagem não seria possível nas operações realizadas no mercado secundário, nas quais a companhia não participa⁹⁴³.

⁹⁴² “Deterrence works best when it is focused on the culpable, but there is little evidence that securities class actions today satisfy this standard. Rather, because the costs of securities class actions – both the settlement payments and the litigation expenses of both sides – fall largely on the defendant corporation, its shareholders ultimately bear these costs indirectly and often inequitably” (COFFEE JR., John C. **Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation**. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.893833>. Acesso em 28 de junho de 2020. p. 5). Tradução livre: “A dissuasão funciona melhor quando é focada no culpado, mas há pouca evidência que ações coletivas de investidores hoje satisfaça esse requisito. Ao invés disso, por que os custos de ações coletivas de investidores – tanto para pagar acordos e as despesas das partes – recaem largamente sobre a companhia, são os seus acionistas que arcam com estes custos indiretamente e, frequentemente, de forma injusta”.

⁹⁴³ “In the typical secondary market case, the corporation is not selling its securities and thus does not receive any ‘direct benefit’ (in the Commission’s phrase) when its managers inflate its earnings and stock price (usually for their own benefit). To punish the corporation and its shareholders in such a case is much like seeking to deter burglary by imposing penalties on the victim for having suffered a burglary. Although such an approach might

Os administradores da companhia, por outro lado, teriam incentivos para aumentar artificialmente a cotação dos valores mobiliários no mercado secundário, tendo em vista que parte de sua remuneração pode ser atrelada à cotação das ações da companhia⁹⁴⁴, por meio, por exemplo, de planos de opções de compra de ações (*stock option plans*, que no direito brasileiro estão previstos no artigo 168, § 3º, da Lei nº 6.404/1976).

A ausência de benefícios para a companhia, por um lado, e a existência de incentivos aos administradores, por outro lado, com relação ao aumento artificial da cotação dos valores mobiliários no mercado secundário, leva alguns autores, como Richard Booth, a defender que a companhia seja eximida de qualquer responsabilidade pela divulgação de informações falsas ou imprecisas, punindo-se apenas os administradores⁹⁴⁵.

John C. Coffee Jr., no entanto, afirma que a companhia pode ser punida, mesmo quando não beneficiada diretamente pelo ilícito, contanto que os administradores também sejam penalizados, na medida de sua culpabilidade. Na prática, o autor defende uma melhor distribuição do ônus da obrigação de reparar os danos de investidores, de modo que os administradores arquem com parte desse custo⁹⁴⁶. Embora admita que administradores (e

arguably encourage additional precautions, it will also encounter predictable resistance from those it is ostensibly seeking to protect” (Ibidem. p. 6). Tradução livre: “No típico caso do mercado secundário, a companhia não está vendendo seus valores mobiliários e, portanto, não recebe nenhum ‘benefício direto’ (nas palavras da Comissão) quando os administradores inflam os resultados e a cotação das ações (geralmente para o seu próprio benefício). Punir a companhia e seus acionistas neste caso é como tentar deter um roubo impondo penalidades nas vítimas que forem roubadas. Embora tal abordagem possa encorajar precauções adicionais, ela também encontra resistência daqueles que ostensivamente busca proteger”.

⁹⁴⁴ “Typically, in the context of the standard secondary market ‘stock drop’ case in which the defendant corporation is not selling its shares, the corporation receives no direct gain, and its officers and other insiders profit only to the extent that they sell their shares or otherwise benefit from the corporation’s inflated stock price. In principle, if insiders face an expected penalty that exceeds their expected gain, this should be sufficient to remove any incentive for them to inflate the corporation’s stock price” (Ibidem. p. 19-20). Tradução livre: “Tipicamente, no contexto de um caso padrão de queda de cotação de valores mobiliários no mercado secundário, em que a companhia não está vendendo suas ações, a companhia não recebe ganhos diretos, e seus diretores e outras pessoas relacionadas lucram apenas na medida em que eles vendem as suas ações ou de outra forma se beneficiam da cotação inflada das ações. Em princípio, de as partes relacionadas da companhia correm o risco de serem penalizadas em excesso do seu ganho, isto deveria ser suficiente para remover qualquer incentivo para que eles inflem a cotação das ações da companhia”.

⁹⁴⁵ “By recasting stock-drop actions as derivative actions, the courts could in one stroke eliminate the glaring market inefficiency of circular recovery, lower the cost of capital for issuers, emphasize individual responsibility, induce boards of directors and gatekeepers to become more vigilant, and reduce the need for criminal prosecution. What a deal” (BOOTH, Richard D. Op. cit. p. 158). Tradução livre: “Ao reformular os casos de queda de cotação como ações derivadas, os tribunais poderiam, de uma vez só, eliminar a flagrante ineficiência de mercado do ressarcimento circular, reduzir o custo de capital dos emissores, enfatizar a responsabilidade individual e induzir os conselhos de administração e agentes de mercado a se tornarem mais vigilantes, e reduzir a necessidade de ações criminais. Que bom negócio”.

⁹⁴⁶ “In short, although a system of managerial liability seems likely to yield greater deterrence than enterprise liability, one cannot safely eliminate corporate liability in securities class actions without radically reducing the likelihood of private enforcement. As noted earlier, the federal securities laws rely on private enforcement (even if its effectiveness may often seem questionable). Thus, the most sensible policy approach is a substitutionary one: to seek to shift the incidence of the liability so that it falls more substantially on managers and other insiders, but not to abolish corporate liability, which would continue to play a residual role. Shaky as the case for

mesmo acionistas controladores) são, muitas vezes, incluídos no polo passivo de ações de indenização por falhas informacionais no mercado norte-americano, John C. Coffee Jr. argumenta que: (i) muitos dos casos são encerrados por meio de acordos, nos quais apenas a companhia assume a responsabilidade de ressarcir os investidores lesados; e (ii) mesmo nos casos de penalização dos administradores, estes, muitas vezes, são protegidos por contratos de indenidade com a própria companhia ou por seguros de responsabilidade civil⁹⁴⁷.

Além da alocação inadequada dos custos da obrigação de ressarcimento dos danos sofridos por investidores, John C. Coffee Jr. alega que a responsabilização da companhia perante os investidores prejudicados gera uma mera transferência de renda entre acionistas, na qual os maiores prejudicados são os investidores de longo prazo.

A afirmação parte do pressuposto de que os investidores legitimados para propor ação contra a companhia, no caso de divulgação de informações falsas ou imprecisas, serão aqueles que compraram valores mobiliários durante o período em que sua cotação foi afetada, que, geralmente, termina quando se divulga a retificação da informação incorreta⁹⁴⁸.

Nesse contexto, muitos dos investidores de longo prazo – que em geral mantêm os valores mobiliários sob sua titularidade por mais tempo – possivelmente teriam comprado ações da companhia antes do período afetado e não teriam legitimidade para pleitear indenização. Os maiores beneficiados, por outro lado, seriam os investidores de curto prazo, que negociam valores mobiliários com mais frequência e, portanto, teriam mais chance de

corporate liability may be, economic theory suggests that vicarious liability is efficient so long as the principal and agent can enter into contracts that reduce the probability of the wrong that is to be deterred” (COFFEE JR., John C. *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation...* p. 41). Tradução livre: “Em síntese, embora um sistema de responsabilização dos administradores pareça dar melhores resultados de dissuasão do que o de responsabilização das companhias, não é possível eliminar a responsabilidade da companhia em uma ação coletiva de investidores sem reduzir radicalmente as chances de ações privadas. Como dito antes, as leis do mercado de valores mobiliários dependem das ações privadas (ainda que a sua efetividade possa ser questionável). Assim, a abordagem mais adequada seria de substituição: seria necessário buscar mudar a imputação de responsabilidade para que ela recaia de forma mais substancial nos administradores e pessoas relacionadas à companhia, mas sem abolir a responsabilidade da companhia, que continuaria a ter um papel residual. Ainda que a responsabilização da companhia tenha fundamentos frágeis, a teoria econômica sugere que responsabilização por ilícitos é eficiente na medida em que as partes de uma relação possam reduzir a probabilidade de que ilícitos sejam cometidos”.

⁹⁴⁷ Ibidem. p. 21-29.

⁹⁴⁸ “When a ‘secondary market’ securities class action is brought against a public corporation that has not, itself, sold or purchased its own securities, the action is essentially brought on behalf of shareholders (and former shareholders) who purchased the stock during the ‘class period’ (i.e., the time period during which the market was allegedly affected by material misinformation). Typically, this class period will end on the date that corrective disclosure is made (and the market price of the stock declines in response). Any judgment or settlement in this action will be borne by the corporation (and thus indirectly by all its current shareholders)” (Ibidem. p. 32). Tradução livre: “Quando uma ação coletiva de investidores do mercado secundário é ajuizada contra uma companhia que não vendeu ou comprou seus próprios valores mobiliários, a ação é essencialmente ajuizada pelos acionistas (e ex-acionistas) que compraram ações durante o ‘período da classe’ (isto é, o período durante o qual o mercado foi alegadamente afetado pela informação enganosa). Tipicamente, este período da classe terminará em data na qual a divulgação corretiva foi feita (e o preço de mercado das ações caiu em resposta). Qualquer julgamento ou acordo nesta ação será arcada pela companhia (e, portanto, pelos acionistas)”.

terem-se tornado acionistas da companhia durante o período afetado⁹⁴⁹. Sobre esse resultado, Richard Booth comenta que os investidores diversificados também seriam prejudicados, tendo em vista que, geralmente, adotam estratégia de investimento de longo prazo em várias companhias⁹⁵⁰.

Por fim, John C. Coffee Jr. aponta duas últimas distorções geradas pelo sistema de responsabilização da companhia. A primeira delas é que os maiores beneficiados desse sistema seriam investidores que venderam seus valores mobiliários com preços artificialmente altos⁹⁵¹. A segunda é que os investidores que compraram valores mobiliários da companhia em diferentes momentos terão legitimidade ativa para pleitear ressarcimento com relação a apenas uma parcela do seu investimento.

Assim, os investidores seriam, ao mesmo tempo, indenizados pelos danos sofridos como partes lesadas (com relação aos valores mobiliários adquiridos dentro do período afetado) e penalizados com o custo indireto dessa mesma indenização (com relação aos valores mobiliários adquiridos fora do período afetado)⁹⁵².

⁹⁴⁹ “As a result, because of their typically longer holding period, individual ‘buy and hold’ investors are more likely to have purchased their stock before the class period commenced. As a result, securities class actions seem likely to systematically transfer wealth from “buy and hold” investors (who bought on average outside the class period) to more rapidly trading investors (who purchase on average within the class period). Ironically, the clear winner under such a system is the more rapidly trading, undiversified investor – which is the profile of the contemporary hedge fund” (Ibidem. p. 35-36). Tradução livre: “Como resultado, por causa do seu período de manutenção das ações tipicamente mais longo, os investidores de longo prazo têm maior probabilidade de terem comprado ações antes do período da classe começar. Como resultado, ações coletivas de investidores aparentemente causam transferências de renda de investidores de longo prazo (que, em geral, terão comprado ações fora do período de classe) para investidores de curto prazo (que, em geral, terão comprado ações dentro do período de classe). Ironicamente, o vencedor incontestável neste sistema é o investidor de curto prazo e não diversificado – que é o perfil do fundo de investimentos contemporâneo”.

⁹⁵⁰ BOOTH, Richard D. Op. cit. p. 142.

⁹⁵¹ “As a result, securities litigation in this context inherently results in a wealth transfer between two classes of public shareholders – those in the class period and those outside it –, and typically neither class is culpable. Worse still, the most likely beneficiaries of the fraud will be the insiders who sold at inflated prices. Because they bailed out at an inflated price, they will escape without bearing any cost when liability is later imposed exclusively on their former corporation” (COFFEE JR., John C. **Reforming the Securities Class Action**... Op. cit. p. 32-33). Tradução livre: “Como resultado, ações judiciais no mercado de valores mobiliários neste contexto inerentemente resultam em transferências de renda entre duas classes de acionistas – aqueles dentro do período da classe e aqueles fora –, e tipicamente nenhuma das classes tem culpa. Pior ainda, os prováveis beneficiários da fraude serão as pessoas de dentro da companhia que venderam ações nos preços inflados. Em função de terem vendido suas ações a um preço alto, eles não arcarão com nenhum custo quando for imposta responsabilidade apenas sobre a companhia”.

⁹⁵² “Often shareholders will belong to both the plaintiff class that sues and the residual shareholder class that bears the cost of the litigation. This can result because they purchased stock at times that are both inside and outside the class period, so that they are on both sides of the litigation. Thus, they are effectively making wealth transfers to themselves, in effect shifting money from one pocket to another, minus the high transaction costs of securities litigation” (Ibidem. p. 33). Tradução livre: “Frequentemente, os acionistas pertencerão tanto à classe que está processando a companhia, como à classe de acionistas que arcam com o custo do litígio. Isso pode ocorrer quando o acionista compra ações em momentos distintos, que estão dentro e fora do período da classe, de forma que o acionista está em ambos os lados da demanda. Neste caso, estes acionistas estão efetivamente fazendo transferência de renda entre eles mesmos, mudando dinheiro de bolso e arcando com os custos do litígio”.

Um ponto em comum a todas as críticas é o fato de que, a depender das circunstâncias, o sistema de responsabilização civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado impõe os custos do ressarcimento de investidores lesados à companhia, que não necessariamente se beneficiou da prática, ao mesmo tempo em que deixa de punir de forma adequada as partes que efetivamente se beneficiaram do ilícito (administradores e acionistas que venderam seus valores mobiliários a preços artificialmente altos). As distorções, obviamente, têm o potencial de reduzir a capacidade dissuasória da responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar.

As críticas de John C. Coffee Jr. foram reverberadas na academia brasileira por meio, principalmente, do citado trabalho desenvolvido por Bruno Miranda Gontijo, no qual se examina, à luz das normas nacionais, as críticas ao sistema de responsabilização civil da companhia por falhas informacionais⁹⁵³.

Já se comentou, também, o artigo de Nelson Eizirik, que propôs fundamentos dogmáticos para sustentar a ausência de responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar, impondo-se a responsabilidade civil apenas aos administradores⁹⁵⁴, fundamentos esses que foram examinados e refutados nas seções 4.1 e 4.2 supra.

Por um lado, este trabalho não se alinha à tese de que apenas os administradores devem ser responsabilizados civilmente pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. Por outro, admitindo a necessidade da busca pela dissuasão ótima, é preciso reconhecer o mérito das críticas formuladas ao sistema de responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar.

Acredita-se, no entanto, que as críticas estão adequadamente endereçadas pelo quadro teórico ora proposto, por dois motivos. Em primeiro lugar, a tese aqui defendida não exime o administrador de responsabilidade civil (na medida de sua culpa). O administrador pode ser responsabilizado: (i) perante a própria companhia, com base no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, caso tenha violado o seu dever de informar ou contribuído para a violação, pela companhia, do seu próprio dever de informação enquanto emissora de valores mobiliários; e (ii) perante o investidor prejudicado, isoladamente ou em conjunto com a companhia, caso tenha agido com excesso de poderes (conforme visto nas seções 4.2.3, 4.2.4 e 4.2.5). Quanto ao argumento de que administradores seriam protegidos por contratos de indenidade e

⁹⁵³ GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas...** Op. cit. p. 65-94.

⁹⁵⁴ EIZIRIK, Nelson. A “**Fraud-On-The-Market Theory**”... Op. cit. p. 98-99.

coberturas de seguro D&O, deve-se destacar que os instrumentos apenas protegem administradores por atos culposos praticados dentro de suas funções⁹⁵⁵.

Em segundo lugar, quanto ao argumento de que a companhia não necessariamente auferirá benefício pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado, deve-se pontuar que, no direito brasileiro, o ato ilícito nasce a partir da conduta culposa imputável que tenha causado dano a terceiro. A existência de benefício ao autor do dano não é pressuposto da obrigação de ressarcimento nos termos do artigo 927, *caput*, do Código Civil. A natureza da indenização, nesse caso, é precipuamente reparatória, e não restitutória, como poderia ser no caso de pleitos fundamentados em enriquecimento sem causa (artigos 884 a 886 do Código Civil) ou fraude contra credores (artigos 158 a 165 do Código Civil).

Por fim, quanto ao argumento de que o custo do ressarcimento dos investidores prejudicados seria suportado, indiretamente, pela companhia condenada a indenizá-los, trata-se de um fato que não pode ser negado. No entanto, esse resultado não é necessariamente ruim para o mercado. A consequência da dissuasão ótima gerada pela responsabilidade civil das companhias por violações do dever de informar é a criação de incentivos à adoção, pela companhia, de controles internos que garantam a idoneidade das informações disponibilizadas aos investidores⁹⁵⁶.

A grande vantagem de se impor à companhia os custos da divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado é estimular a implementação de controles e políticas que visem à redução das chances de erros por parte de empregados, colaboradores e assessores da companhia e, em última instância, de seus órgãos de administração.

A adoção e a efetiva implementação de uma Política de Divulgação de Informações (a exemplo da Política de Divulgação de Fato Relevante prevista no artigo 17 da Resolução CVM nº 44/2021) é um bom exemplo. Ao demonstrar que possui mecanismos de controle e

⁹⁵⁵ Conforme: (i) item 2 do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 25 de setembro de 2018, com relação aos contratos de indenidade; e (ii) artigo 11 da Circular nº 637, de 27 de julho de 2021, da Superintendência de Seguros Privados, com relação aos seguros D&O.

⁹⁵⁶ Neste sentido, vide entendimento de Bruno Lana Peixoto e Marina Araújo: “Apesar de existir debate permanente acerca da relação de custo e benefício da regulação ex ante das condutas das companhias emissoras, isto é, aquela consubstanciada nas regras sobre a forma, objeto e tempo da mandatory disclosure, há absoluto consenso acerca da necessidade da responsabilização ex post em casos de desinformação fraudulenta. Nesse sentido, a responsabilidade civil decorrente de fraude, divulgação de informação falsa, tendenciosa ou incompleta é vista como instrumento de justiça corretiva, mas também de dissuasão, pois detém o condão de aumentar as chances de detecção e os custos ao infrator, reduzindo, assim, o incentivo para as companhias praticarem ilícitos, essencialmente, quando as indenizações resultantes somadas às penalidades superam o benefício auferido em decorrência dos ilícitos. Destarte, em ambiente normativo caracterizado por enforcement tripartite consubstanciado na persecução nas esferas penal, administrativa e cível, a última além de indispensável para concretizar a ideia milenar de justiça reparatória positivada pela Lex Aquilia, contribui decisivamente para a dissuasão e prevenção geral” (PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. Op. cit. p. 293).

regras de divulgação de informações efetivos, a companhia pode eximir-se de culpa e alocar, se for o caso, o ônus da responsabilização à parte que tenha violado suas políticas internas.

As companhias que não adotarem controles e políticas efetivas para garantir a higidez das informações divulgadas ao mercado poderão, de fato, pôr em risco uma parcela de seus investidores, que serão forçados a suportar, indiretamente, os custos de eventual ressarcimento dos prejuízos causados por violações do dever de informar da pessoa jurídica.

No entanto, o risco dos investidores traduzir-se-á, possivelmente, no aumento do custo de capital dos emissores não comprometidos com a divulgação de informações verdadeiras e precisas ao mercado, que é, justamente, o resultado esperado do fator dissuasório da responsabilização civil da companhia.

O que se deve evitar é que o sistema de responsabilização civil da companhia estimule o ajuizamento de ações frívolas por investidores. A companhia só deve ser responsabilizada perante investidores quando efetivamente violar, por meio de conduta culposa, o seu dever de informar. Para isso, exige-se um exame rígido quanto à existência de culpa da companhia, à configuração do nexo causal e à quantificação do dano. Teorias que afastam a necessidade de culpa para a configuração da responsabilidade civil e que alargam as hipóteses de indenização podem gerar um verdadeiro “mercado de ações reparatórias”, criando-se o risco da dissuasão excessiva. Os fundamentos da responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar (conduta dolosa ou culposa, nexo causal e dano) serão examinados na seção 5.

4.6 Conclusão parcial: os limites dogmáticos e consequencialistas à responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar

Viu-se, nesta seção, que, do ponto de vista dogmático, a companhia pode ser responsabilizada civilmente pelas informações falsas ou imprecisas que divulgar ao mercado. Ainda que a divulgação seja efetivada por administradores, estes não são terceiros com relação à pessoa jurídica, mas sim os seus órgãos de administração. Ao atuarem dentro de suas atribuições, os diretores apresentam a companhia, sendo seus atos imputáveis a ela, de acordo com o artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

A revisão da literatura mostrou que não procede o argumento de que, ao ser silente sobre o assunto, a Lei nº 6.404/1976 pretendeu afastar a responsabilidade civil da companhia perante investidores do mercado por violações do seu dever de informar. Ao contrário, a exposição de motivos da lei e o posicionamento de estudiosos do direito societário indicam que a intenção da lei foi fortalecer os mecanismos de responsabilização da companhia perante

a sociedade, o que foi reforçado nas décadas seguintes à promulgação da Lei nº 6.404/1976 por meio de diversas normas que imputaram à pessoa jurídica a responsabilidade civil por diferentes atos antijurídicos (*e.g.* danos ao meio ambiente, infrações à ordem econômica, atos de corrupção, dentre outros).

Ao aprofundar a questão da imputação, o trabalho demonstrou que, com base na teoria organicista da administração, há hipóteses em que a responsabilidade civil pode ser imputada: (i) apenas à companhia, nos casos de atos praticados sem excesso de poderes pelos seus órgãos; (ii) apenas aos administradores, nos casos em que agirem com excesso de poderes e tal excesso puder ser oposto ao terceiro; e (iii) aos administradores e à companhia, nos casos em que os administradores tiverem agido com excesso de poderes, mas tal excesso não puder ser oposto ao terceiro.

Examinada a questão da imputação, mostrou-se, em seguida, que a responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar tem natureza extracontratual e possui fundamento na culpa. Assim, afastou-se a aplicação das diversas hipóteses de responsabilidade sem culpa, demonstrando-se a necessidade de utilizar-se a cláusula geral de responsabilidade civil subjetiva.

Por fim, em linha com a visão instrumental da responsabilidade civil adotada nesta tese, estudou-se as consequências da responsabilização civil da companhia por violações do seu dever de informar sob o prisma da dissuasão ótima de infrações (efeito pedagógico). Nesse sentido, buscou-se demonstrar que a responsabilidade civil pode ser encarada não só como um instrumento de punição ou de ressarcimento, mas também como um fator de dissuasão de comportamentos antijurídicos.

Além disso, em linha com o direito norte-americano e com o pensamento de alguns doutrinadores brasileiros, viu-se que a função dissuasória da responsabilidade civil permite que se atribua a ela papel complementar à repressão administrativa, de modo a potencializar a efetividade das normas.

Por fim, alertou-se sobre os perigos da dissuasão excessiva e a necessidade de se atentar para a situação *sui generis* que as ações de ressarcimento movidas pelos investidores contra as próprias companhias criam, na qual acionistas arcam indiretamente com o custo das indenizações pagas aos investidores. Por conseguinte, para evitar-se que as ações se tornem meros mecanismos de transferência de renda entre acionistas e investidores, enfraquecendo a dissuasão que o sistema de responsabilização civil deve gerar, propôs-se especial rigidez no exame dos elementos da responsabilidade civil da companhia (culpa, nexos causal e dano). O

objetivo, ao fim, é fazer com que companhias sem políticas e mecanismos internos de controle sejam preteridas por investidores.

Desse modo, a derradeira seção da presente tese debruçar-se-á sobre os critérios adequados para examinar-se os elementos da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar.

5 EXAME DA RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA ABERTA PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS À LUZ DO FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO MERCADO

A derradeira seção desta tese buscará debruçar-se sobre os elementos da responsabilidade civil (ato ilícito, nexos causal e dano) no contexto da divulgação de informações falsas ou imprecisas pela companhia. Da mesma forma que nas seções anteriores, o exame dos temas a serem discutidos a seguir será feito à luz do funcionamento eficiente do mercado e dos objetivos delineados pela Lei nº 6.385/1976, sem perder de vista que a responsabilidade civil da companhia, conforme ora proposta, deve ter o efeito de dissuadir violações informacionais no mercado de valores mobiliários.

Desse modo, os elementos da responsabilidade civil da companhia que viola o seu dever de informação serão definidos com a devida consideração ao ônus que deve ser suportado pelo investidor na demonstração do ato ilícito da companhia, do nexos causal e da extensão do seu dano patrimonial, de modo a evitar que o foco seja o ressarcimento do investidor a qualquer custo, ao invés da manutenção de um mercado que funcione de forma eficiente.

5.1 A legitimidade ativa do investidor lesado pela conduta da companhia na ação indenizatória

Embora a presente tese seja dedicada aos aspectos materiais da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar, é preciso tecer breves comentários sobre a titularidade do direito para pleitear o ressarcimento. O exame da legitimidade ativa está intrinsecamente relacionado com a definição do dano e do nexos causal, que serão analisados nas próximas seções. No entanto, com base em tudo o que foi exposto nas seções anteriores, é possível estabelecer quem é o investidor que possui o direito de demandar a companhia pelas violações de seu dever de informar.

Nos casos de perda patrimonial, o direito à indenização cabe à pessoa que tenha sofrido o dano causado diretamente pelo ato antijurídico⁹⁵⁷. A vítima sofre uma redução do

⁹⁵⁷ “Tem legitimação para exigir a indenização do dano a pessoa prejudicada. Quem o sofre figura na relação obrigacional como credor. À vítima do delito civil corresponde, por outras palavras, a pretensão de indenização. Nem todas as pessoas prejudicadas pelo ato ilícito fazem jus à indenização. É preciso esclarecer o sentido da palavra vítima, para determinar, com segurança, quem adquire a condição de credor, na obrigação de reparar. Considera-se vítima, em princípio, a pessoa diretamente prejudicada pelo ato ilícito, conforme o princípio da

seu patrimônio em função do ato antijurídico do autor do dano e a essa redução patrimonial corresponde o seu direito de ser ressarcida⁹⁵⁸. Como consequência, apenas a vítima (ou o seu sucessor) pode pleitear a restituição do patrimônio que lhe foi retirado⁹⁵⁹.

Embora o conceito seja, aparentemente, simples, a legitimidade ativa adquire contornos mais complexos no caso das ações de investidores contra a própria companhia. A questão principal que se coloca é se o investidor, para que tenha legitimidade ativa, precisa ter vendido as suas ações no mercado e solidificado o prejuízo causado pela violação do dever de informar da companhia. O questionamento é relevante, pois o preço de valores mobiliários, a depender de sua liquidez, varia constantemente. Desse modo, a queda de cotação dos valores mobiliários detidos pelo investidor pode ser compensada por uma valorização posterior.

No âmbito de ações coletivas regidas pela Lei nº 7.913/1989, há quem defenda que, como regra geral, só tem direito a pleitear indenização quem possui valores mobiliários no momento em que o ressarcimento é pago. Em outras palavras, o direito à indenização estaria vinculado à titularidade do valor mobiliário, não à redução do patrimônio do investidor⁹⁶⁰. No entanto, ainda que essa possa ser a regra em ações coletivas⁹⁶¹, acredita-se que o mais correto, especialmente em ações individuais, é reconhecer que o investidor legitimado será aquele que

causalidade imediata” (GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 89). No mesmo sentido: PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 430.

⁹⁵⁸ “O direito [à reparação] é parte integrante do patrimônio do prejudicado. Por ocasião do dano, considera-se como retirada desse patrimônio a parcela que, regularmente avaliada e afinal convertida em numerário, a ele volta, para reintegrá-lo, em forma de indenização” (DIAS, José de Aguiar. **Da responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1944. v. 2. p. 355).

⁹⁵⁹ “Para descobrir a solução, bastaria aplicar os princípios gerais: sem interesse que a justifique, a ação não se compreende (art. 76 do Código Civil [sem equivalente no atual Código Civil]). De forma que ela cabe somente ao lesado, mas a todos os lesados, isto é, todas as pessoas prejudicadas pelo ato danoso. Corresponde a esse entendimento o artigo 159 do nosso Código Civil [equivalente ao artigo 186 do atual Código Civil], que, sem distinção de nenhuma espécie, quanto às pessoas prejudicadas, obriga à reparação do dano quem quer que cause o prejuízo a outrem. Dos seus termos, se evidencia que a ação cabe a toda pessoa que tenha sido vítima de um dano” (Ibidem. p. 356-357). No mesmo sentido: FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo tratado de responsabilidade civil...** Op. cit. p. 394.

⁹⁶⁰ “Em regra, será legitimado aquele que detiver o valor mobiliário no momento do ato: para habilitar no momento da habilitação e para receber no momento do pagamento. Com efeito, o direito está ligado ao valor mobiliário. A eventual indenização deve ser precificada no momento da transação sobre ele entre comprador e vendedor” (WAISBERG, Ivo. A posição dos investidores e acionistas na execução e recebimento do dano – notas sobre o art. 2º da Lei nº 7.913/89. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 165). Exceção é feita, no entanto, à indenização por atos dos quais o investidor não tinha conhecimento quando vendeu seus valores mobiliários, citando-se o caso de falhas informacionais: “As exceções a esta regra estariam no caso do inciso III, isto é, omissão de informação relevante, ou até em hipóteses do caso do inciso I, como a operação fraudulenta por manipulação de informação. Nesses casos, seria impossível ao vendedor de uma ação precificar o direito indenizatório na venda e, portanto, a ciência posterior do fato omitido ou manipulado demonstra que o dano ocorreu para ele e não para o comprador. Neste caos, a comprovação de que era o titular à época dos fatos seria suficiente para a legitimação” (Loc. cit.).

⁹⁶¹ Cabe ressaltar que as regras procedimentais das ações coletivas no mercado de valores mobiliários não foram objeto específico de estudo nesta tese, razão pela qual a hipótese aventada não foi examinada em detalhes.

tenha sofrido redução do seu patrimônio em função da divulgação da informação falsa ou imprecisa, independentemente de continuar ou não a deter os valores mobiliários do emissor que tenha violado o seu dever de informar⁹⁶². Caso contrário, haveria o risco de permitir-se o locupletamento daquele que não possuía o valor mobiliário à época do ato ilícito, mas que se beneficia do ressarcimento à época do seu pagamento.

A legitimidade ativa é um conceito mais afeito ao direito processual do que ao direito material, sobre o qual se debruça a presente tese. Na sistemática do processo civil, a legitimidade está intimamente ligada ao interesse de agir. A redação do artigo 17 do Código de Processo Civil evidencia essa relação ao estabelecer que, “[p]ara postular em juízo, é necessário ter interesse e legitimidade”.

O interesse de agir somente está presente quando há efetiva utilidade do provimento jurisdicional para a parte, de modo que “só se legitima o acesso ao processo e só é lícito exigir do Estado o provimento pedido, na medida em que ele tenha essa utilidade e essa aptidão”⁹⁶³. Para que se tenha o interesse de agir, entretanto, não é necessário que se demonstre direito ao objeto pretendido por meio da demanda, pois isso é questão afeita ao direito material⁹⁶⁴.

A legitimidade em si, por sua vez, decorre de uma relação entre o sujeito e a causa, como explica Cândido Rangel Dinamarco⁹⁶⁵:

Ela [legitimidade *ad causam*] depende sempre de uma necessária relação entre o sujeito e a causa e traduz-se na relevância que o resultado desta virá a ter sobre sua esfera de direitos, seja para favorecê-la ou para restringi-la. Sempre que a procedência de uma demanda seja apta a melhorar o patrimônio ou a vida do autor, ele será parte legítima; sempre que ela for apta a atuar sobre a vida ou patrimônio do réu, também esse será parte legítima. Daí conceituar-se essa condição da ação como relação de legítima adequação entre o sujeito e a causa.

Como a legitimidade constitui o elo entre o sujeito e a causa, não há interesse de agir na ausência da legitimidade, pois a falta do primeiro “traduz-se em ausência de utilidade do provimento jurisdicional”⁹⁶⁶. No caso analisado nesta tese, referente à pretensão de

⁹⁶² “Como não há regra específica para a situação estudada, o principal ponto para definir quem pode ajuizar a ação de indenização está relacionado à demonstração de o sujeito se encontrar em posição de quem sofreu o dano, sem que haja a exigência de que ainda seja acionista ou que tenha alienado ou comprado ações em razão das informações falsas. Sendo titular de um direito material, o investidor terá reconhecida a sua legitimidade ativa para propor ação contra quem lhe causou o dano. Assim, aquele que indicar que foi prejudicado e que era acionista no momento em que foi divulgada a informação falsa ou que vendeu as ações em razão da informação tem legitimidade para ajuizar a ação contra os envolvidos na produção da informação falsa” (PRADO, Viviane Muller. **Os desafios para o ressarcimento de investidores...** Op. cit. p. 401).

⁹⁶³ DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direito Processual**. 6. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009. p. 309.

⁹⁶⁴ Ibidem. p. 310.

⁹⁶⁵ Ibidem. p. 313.

⁹⁶⁶ Ibidem. p. 315.

ressarcimento do investidor prejudicado por violação do dever de informar da companhia, acredita-se que a existência de legitimidade ativa independe do fato de o investidor ter vendido ou não os seus valores mobiliários. Ainda que a venda ou a manutenção dos valores mobiliários configure aspecto capaz de influenciar o direito do investidor ao ressarcimento, a questão deve ser examinada pelo direito material, na análise do mérito do caso.

Outra questão relevante é se, para fins de determinação do dano, é necessário levar em consideração eventual valorização na cotação dos valores mobiliários após a divulgação falsa ou imprecisa. Segundo os critérios que serão explorados nas próximas seções, a presente tese adotará a hipótese de que não importa se, por outros motivos, a cotação dos valores mobiliários afetada pelas informações enganosas restabeleceu-se posteriormente, voltando ao seu patamar original. Caso o investidor demonstre a existência de ato ilícito (violação do dever de informar), dano (queda na cotação dos valores mobiliários de sua propriedade) e nexo de causalidade (queda na cotação decorrente diretamente do ato ilícito), terá legitimidade ativa para pleitear indenização contra a companhia, ainda que a cotação dos valores mobiliários tenha, por outros motivos, recuperado (ou mesmo superado) o valor que tinha antes do ato ilícito.

Em suma, o critério que deve guiar a determinação da legitimidade ativa deve ser a existência de decréscimo patrimonial sofrido pelo investidor decorrente diretamente de uma violação do dever de informar da companhia. Nesta análise, não importa se o autor ainda é acionista ou se já vendeu as suas ações no mercado no momento da propositura da ação. Não é relevante, também, o tipo de valor mobiliário adquirido (ações, debêntures, títulos de dívida, valores mobiliários atrelados à ação ou outros).

É necessário, por outro lado, estabelecer um marco que separe investidores com direito à indenização daqueles que não o têm. Acredita-se que esse marco deva ser a data da revelação do caráter enganoso da informação divulgada de forma falsa ou imprecisa pela companhia. Investidores que adquirirem valores mobiliários da companhia após ter se tornado público que as informações divulgadas por ela eram falsas ou imprecisas não deveriam ter legitimidade ativa para pleitear ressarcimento. Investidores cientes da informação verdadeira e precisa (após a devida retificação da informação falsa ou imprecisa anteriormente divulgada) não terão tido a sua decisão de investimento afetada pela falha informacional da companhia.

Como já discutido na seção 4.5.2, acima, a responsabilidade civil exerce funções de natureza reparatória, punitiva e precaucional⁹⁶⁷, sendo também instrumento de justiça

⁹⁶⁷ ROSENVALD, Nelson. **As funções da responsabilidade civil...** Op. cit. p. 95.

distributiva, de modo que não se coaduna com o oportunismo nem o abuso na fixação da indenização. Em função disso é que se exige um cuidado especial com a definição e demonstração do ato ilícito da companhia decorrente da falha informacional, do nexo causal e do dano sofrido pelo investidor.

5.2 **Adaptações necessárias para a transposição das regras do direito norte-americano para o direito brasileiro quanto à extensão da responsabilidade civil da companhia pela violação do seu dever de informar**

A regulação norte-americana do mercado de valores mobiliários é, frequentemente, utilizada como base de comparação no exame do quadro normativo brasileiro, seja em função do seu desenvolvimento e do longo histórico de aplicação, seja pela influência que exerceu sobre o legislador brasileiro (tanto no caso da Lei nº 4.728/1965, como da Lei nº 6.385/1976, como já explorado em seções anteriores).

No entanto, a transposição de regras norte-americanas quanto à responsabilidade civil de companhias por violações do seu dever de informar para o direito brasileiro, sem as devidas ponderações, pode levar a erros conceituais, especialmente em razão das diferenças procedimentais entre os dois ordenamentos. Assim, cabe tecer alguns comentários sobre o regime de responsabilidade civil de companhias por falhas informacionais nos Estados Unidos.

De modo geral, no direito norte-americano, emissores e participantes do mercado podem ser responsabilizados civilmente por determinadas práticas ilícitas cometidas tanto no mercado primário, como no secundário.

No mercado primário, a responsabilização civil pode ocorrer com base nos seguintes fundamentos, conforme disposto na Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*): (i) fornecimento de informações enganosas, imprecisões ou omissões em documentos de registro da oferta (*Section 11*)⁹⁶⁸; (ii) adoção de atos de implementação da oferta antes de

⁹⁶⁸ Confira-se, para referência, a redação do item (a) do mencionado dispositivo: “SEC. 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue— (1) every person who signed the registration statement; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in, the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner; (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him,

obtida a sua autorização (*Section 12(a)(1)*)⁹⁶⁹; e (iii) fornecimento de informações enganosas, imprecisões ou omissões no prospecto (*Section 12(a)(2)*)⁹⁷⁰.

As regras, na medida em que se aplicam a operações do mercado primário, têm limitações de escopo que lhe são inerentes, o que se reflete em alguns aspectos procedimentais, como no caso da legitimidade ativa. No caso da Seção 11 (*Section 11*), por exemplo, apenas os investidores que tenham adquirido valores mobiliários na oferta cujos

who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5) every underwriter with respect to such security”. Tradução livre: “SEC. 11 (a) Caso qualquer parte de um documento de registro, quando esta parte se tornar eficaz, contenha uma declaração não verdadeira sobre um fato material ou omita um fato material que deveria ser divulgado ou que fosse necessário para que a declaração não fosse enganosa, qualquer pessoa que adquira tal valor mobiliário (a não ser que seja comprovado que, ao tempo da aquisição, ela sabia da omissão ou falsidade) poderá, sob a lei ou equidade, em qualquer tribunal que tenha jurisdição, processar – (1) qualquer pessoa que tenha assinado os documentos de registro; (2) qualquer pessoa que era administradora (ou pessoas desempenhando funções similares) ou sócia do emissor ao tempo do pedido de registro da parte dos documentos de registro com relação à qual alega-se responsabilidade; (3) qualquer pessoa que, com o seu consentimento, é nomeado no pedido de registro como sendo ou vindo a ser administradora, pessoa desempenhando funções similares ou sócia; (4) qualquer contador, engenheiro ou avaliador, ou qualquer pessoa cuja profissão dê autoridade a uma declaração feita por ela, que tenha sido, com o seu consentimento, nomeada como tendo preparado ou certificado qualquer parte do documento de registro, ou tendo preparado ou certificado qualquer relatório ou avaliação que seja usado com relação ao pedido de registro, com relação a uma declaração em tal pedido de registro, relatório ou avaliação, que se afirme ter sido preparado ou certificado por ele; e (5) qualquer intermediário deste valor mobiliário”.

⁹⁶⁹ Vide o dispositivo em questão: “SEC. 12. (a) IN GENERAL.—Any person who— (1) offers or sells a security in violation of section 5”. Tradução livre: “SEC. 12. (a) EM GERAL. – Qualquer pessoa que – (1) ofereça ou venda um valor mobiliário em violação à seção 5”.

⁹⁷⁰ “SEC. 12. (a) IN GENERAL.—Any person who— [...] (2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) thereof), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security”. Tradução livre: “SEC. 12. (a) EM GERAL. – Qualquer pessoa que – [...] (2) oferta ou venda um valor mobiliário (seja ou não isenta pelas disposições da seção 3, exceto parágrafos (2) e (14) da subseção (a) daquele dispositivo), pelo uso de qualquer meios ou instrumentos de transporte ou comunicação no mercado interestaduais ou dos correios, por meio de prospecto ou comunicação oral, que inclua uma declaração falsa sobre um fato material ou omita um fato material necessário para fazer com que a declaração, à luz das circunstâncias sob as quais foi fornecida, não fosse enganosa (contanto que o comprador não tenha conhecimento da falsidade ou omissão), e que não terá o ônus de provar que ele não sabia, ou que, no exercício de diligência razoável deveria saber, de tal omissão ou falsidade, deverá ser responsável, sujeito à subseção (b), à pessoa que adquirir tal valor mobiliário, que poderá ajuizar ação sob a lei ou equidade em qualquer tribunal que tenha competência, para recuperar o valor pago por tal valor mobiliário com juros, menos o montante de proventos recebidos, na oferta de tais valores mobiliários, ou o valor dos danos, se o prejudicado não possuir mais o valor mobiliário”.

documentos de registro continham informações enganosas têm legitimidade para propor ação de ressarcimento⁹⁷¹.

A regra contida na Seção 12(a)(1) (*Section 12(a)(1)*), por sua vez, estabelece a responsabilidade civil de emissores pela realização de atos de implementação de ofertas públicas de valores mobiliários antes de seu registro perante a SEC, constituindo, portanto, regra de escopo restrito⁹⁷² e que prevê violação objetiva, com poucas possibilidades de defesa no caso de uma infração⁹⁷³.

A Seção 12(a)(2) (*Section 12(a)(2)*), por fim, refere-se apenas à responsabilidade de ofertantes de valores mobiliários por imprecisões em prospectos, sendo que o termo é muitas vezes interpretado de forma ampla, como qualquer comunicação utilizada na venda de valores mobiliários no mercado primário⁹⁷⁴.

No mercado secundário, a Lei de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*) prevê responsabilidade civil por atos de manipulação de mercado (*Section 9*), negociação com informação relevante não divulgada ao mercado (*insider trading*, conforme *Section 16(b)*) e fornecimento de informações enganosas ou falsas em documentos registrados perante a SEC (*Section 18*)⁹⁷⁵.

Não obstante, de suma importância para o presente trabalho é a regra geral antifraude da Seção 10(b) (*Section 10(b)*), que serviu de fundamento para a edição da Regra 10b-5 (*Rule 10b-5*) pela SEC. Segundo a regra, os emissores de valores mobiliários podem ser

⁹⁷¹ “Plaintiffs seeking to bring a §11 claim must show that the specific shares they purchased were sold as part of the public offering under the registration statement that contained the alleged misstatement” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. **Securities Regulation: Cases and Analysis**. 2. ed. Nova York: Foundation Press, 2008. p. 494). Tradução livre: “Autores que pretendam ajuizar ação sob a §11 deverão demonstrar que as ações que compraram foram vendidas como parte de uma oferta pública nos termos de uma declaração de registro que continha a alegada informação enganosa”.

⁹⁷² Ibidem. p. 543.

⁹⁷³ Segundo explicação de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “a lei de 1933 impõe o dever de reparar a qualquer pessoa que ofereça ou venda um título no mercado sem o devido registro junto à SEC, ou, ainda que registrado, desacompanhado de prospecto, ou com prospecto sem os requisitos legais de disclosure. No caso, a presunção de culpa do agente é absoluta, juris et de jure: comprovado o fato danoso e a relação de causalidade entre a ação ilícita e o dano, o procedimento não tem escusativa que lhe retire a qualificação de ilícito, nem que absolva o agente do dever de reparar. Essa reparação se faz também pela redibição do contrato ou pela redução proporcional do preço, tal como previsto na seção 11 acima comentada” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 117-118).

⁹⁷⁴ CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 551-552. Na lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães: “na seção 12 (2), a lei fixa a responsabilidade de toda e qualquer pessoa que ofereça ou venda valores no mercado primário (interestadual), através dos meios de comunicação disponíveis, fazendo declarações inexatas ou omitindo informações a respeito de fatos indispensáveis ao esclarecimento do investidor” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 118).

⁹⁷⁵ Loc. cit.

responsabilizados civilmente por práticas fraudulentas, inclusive a divulgação de informações enganosas, que afetem investidores⁹⁷⁶.

A Regra 10b-5 confere direito de indenização aos investidores do mercado secundário que sejam lesados por manobras enganosas, omissões ou declarações inexatas ou práticas dolosas de negociação⁹⁷⁷. Trata-se de regra antifraude de amplo alcance, cuja formulação foi motivada pela conduta do presidente de uma companhia em Boston, que passou a disseminar notícias pessimistas sobre o desempenho de suas ações com o objetivo de recomprá-las com desconto⁹⁷⁸.

Para que haja direito a ressarcimento sob a Regra 10b-5, o investidor prejudicado deve demonstrar a existência de uma informação relevante enganosa (*material misstatement*), conduta dolosa do autor do dano (*scienter*), utilização da informação enganosa pelo investidor na tomada de decisão de investimento (*reliance*) enexo causal (*loss causation*)⁹⁷⁹.

Logo se percebe que, diferentemente do ordenamento brasileiro, a responsabilização civil de emissores de valores mobiliários está expressamente prevista em diversos dispositivos legais que estabelecem hipóteses específicas de atos ilícitos no mercado primário e no mercado secundário. Tem-se aqui, talvez, a primeira e maior fonte de confusão que geralmente é feita ao se comparar o direito norte-americano ao brasileiro.

Muitas vezes, dá-se atenção apenas à Regra 10b-5, como se fosse uma regra geral aplicável a qualquer falha informacional no mercado de valores mobiliários. No Brasil, inexistente regra específica sobre a responsabilidade civil por atos ilícitos cometidos no mercado de valores mobiliários, o que exige a aplicação das normas gerais de responsabilidade civil do Código Civil. Assim, a comparação da Regra 10b-5 (que é norma específica) com as normas que regem a responsabilidade civil de emissores de valores mobiliários no direito brasileiro (que são normas gerais) nem sempre será adequada.

⁹⁷⁶ “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange— (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”. Tradução livre: “SEC. 10. Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer forma ou instrumentalidade de comércio interestadual ou pelos correios, ou de qualquer mecanismo de qualquer bolsa de valores nacional [...] (b) Usar ou empregar, com relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário registrado em uma bolsa de valores nacional ou qualquer valor mobiliário não registrado, ou quaisquer contratos conversíveis em valores mobiliários, qualquer mecanismo manipulativo ou enganoso ou artifício em descumprimento das regras e regulamentos que a Comissão vier determinar como necessários ou apropriados ao interesse público ou para a proteção de investidores”.

⁹⁷⁷ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 123.

⁹⁷⁸ CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 240.

⁹⁷⁹ *Ibidem*. p. 271.

A segunda grande confusão que se percebe nas tentativas de comparação entre o direito norte-americano e o direito brasileiro tem relação com critérios aplicáveis à formação de classe nas ações coletivas.

Nos Estados Unidos, a responsabilidade civil de emissores de valores mobiliários é, em grande parte das vezes, discutida no âmbito de uma ação coletiva (*class action*), na qual uma classe de investidores se une para buscar reparação de danos causados por um mesmo ato ilícito. As ações coletivas podem reunir dezenas, centenas ou mesmo milhares de investidores no polo ativo, potencializando tanto as chances de sucesso dos autores da ação, como também o custo de uma potencial perda para o emissor de valores mobiliários⁹⁸⁰.

Precisamente em função da magnitude da perda que o emissor de valores mobiliários pode sofrer em uma ação coletiva de ressarcimento ajuizada por investidores, é bastante comum que os procedimentos sejam encerrados por meio de acordos, caso sejam superadas as questões preliminares de cabimento da ação e de formação de classe, para que se evite não apenas a condenação, mas também os custos decorrentes de procedimentos de *discovery* (que constitui, em termos gerais, procedimento de instrução processual por meio do qual uma parte deve fornecer documentos à outra)⁹⁸¹.

Embora a ação coletiva de investidores exista no direito brasileiro, o seu procedimento, especialmente quanto à existência de legitimidade ativa, é significativamente distinto daquele que rege as ações coletivas norte-americanas. Enquanto nos Estados Unidos os próprios lesados podem formar uma classe de autores com legitimidade ativa (enquanto classe) para propor uma ação coletiva, no Brasil a legitimidade para ajuizar ações coletivas cabe ao Ministério Público, à Defensoria Pública, a determinados entes da administração pública e a associações civis voltadas à proteção de direitos difusos⁹⁸². Da mesma forma, no Código de Defesa do Consumidor, é possível a defesa de interesses e direitos dos

⁹⁸⁰ Ibidem. p. 246.

⁹⁸¹ “If plaintiffs can withstand a motion to dismiss, defendants generally will find settlement cheaper than litigating to a jury verdict, even if the defendants believe that a jury probably would decide in their favor. Fewer than one securities fraud class action per year goes to trial. Any complaint plausible enough to get past a judge may be worth settling if only to avoid the costs of discovery and attorney’s fees, which can be enormous in these cases. Securities fraud class actions are expensive to defend because the focus of litigation will often be scienter, that is, how much the defendants knew, and when they knew it. The most helpful source for uncovering those facts will be the documents in the company’s possession” (Ibidem. p. 247). Tradução livre: “Se os autores conseguem superar as questões preliminares, os réus podem achar que um acordo pode ser mais barato que prosseguir litigando até o veredito do júri, ainda que os réus acreditem que um júri provavelmente decidiria em seu favor. Menos que uma ação coletiva no mercado de valores mobiliários vai a júri por ano. Caso uma demanda seja plausível o suficiente para convencer um juiz, será mais vantajoso fazer um acordo mesmo que apenas para evitar custos do procedimento de discovery e dos honorários de advogados, que podem ser enormes nesses casos. Ações coletivas no mercado de valores mobiliários são caras de defender por que o foco geralmente será a existência de dolo (scienter), isto é, o quanto os réus sabiam, e quando eles souberam. A melhor fonte para averiguar estes fatos serão os documentos em posse da companhia”.

⁹⁸² Artigos 1º e 3º da Lei nº 7.913/1989 combinados com o artigo 5º, caput, da Lei nº 7.347/1985.

consumidores de forma coletiva, nos casos em que houver interesses ou direitos difusos, coletivos ou homogêneos⁹⁸³.

Não obstante, assim como na ação coletiva em geral, a legitimidade para propositura da ação cabe ao Ministério Público, à Defensoria Pública, a determinados entes da administração pública e a associações civis voltadas à proteção de direitos difusos⁹⁸⁴. Ademais, não há, no direito brasileiro, uma etapa processual que seja idêntica ao *discovery*⁹⁸⁵. Muitas das críticas que John Coffee Jr. faz quanto à responsabilização civil de companhias por falhas informacionais no direito norte-americano têm origem não necessariamente nas regras de direito material, mas nas regras processuais da ação coletiva e nos incentivos que elas geram.

Essas críticas, inclusive, motivaram a realização de reforma nas regras da ação coletiva norte-americana em 1995, por meio do PSLRA – *Private Securities Litigation Reform Act*. A lei, dentre outras questões: (i) impõe a necessidade de que o autor líder da classe de investidores prejudicados demonstre possuir a maior participação dentre esses investidores; (ii) exige a demonstração de fatos específicos que estabeleçam um forte indício de dolo pelo réu; (iii) determina que o procedimento de *discovery* seja iniciado apenas após a apreciação de questões preliminares; (iv) estabelece hipóteses de não responsabilização por informações prospectivas; e (v) limita a responsabilidade de réus não envolvidos em atos fraudulentos à sua parcela proporcional do dano causado⁹⁸⁶.

Não obstante, autores brasileiros importam as críticas e teses desenvolvidas no direito norte-americano para o contexto nacional sem fazer as ponderações necessárias. Um exemplo desse problema pode ser visto no trabalho de Bruno Gontijo, já abordado na seção 4.5.3, acima, que, de modo geral, reverbera e repete no direito brasileiro as críticas de John Coffee Jr.

⁹⁸³ Conforme artigo 81 do Código de Defesa do Consumidor: “Art. 81. A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em juízo individualmente, ou a título coletivo. Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de: I - interesses ou direitos difusos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato; II - interesses ou direitos coletivos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base; III - interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum”.

⁹⁸⁴ Vide artigo 82 do Código de Defesa do Consumidor.

⁹⁸⁵ Não se ignora a existência, no Brasil, da possibilidade de pedido de produção antecipada de provas, nos termos dos artigos 381 a 383 da Lei nº 13.105/2015 (Código de Processo Civil), ou da possibilidade de que o juiz decida sobre a melhor forma de alocação do ônus da prova conforme artigo 373, § 1º, da mesma lei. Ainda que não seja o escopo da presente tese comparar o procedimento de *discovery* com as regras aplicáveis à produção de provas no direito brasileiro, parece seguro presumir, para os fins aqui propostos, que são procedimentos distintos.

⁹⁸⁶ CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 247-248.

Além disso, em artigo publicado em conjunto com Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos e Igor Muniz, o mesmo autor tece críticas ao entendimento formado no caso *Basic, Inc. v. Levinson*⁹⁸⁷ (analisado na seção 3.3.1 *supra*), afirmando que, no caso, a Suprema Corte teria decidido que “investidores lesados não necessitam comprovar que os prejuízos suportados na aquisição de ativos superfaturados ou liquidação de seus ativos desvalorizados estivessem diretamente relacionados às informações veiculadas ou omitidas pelas companhias”⁹⁸⁸. A mesma questão pode ser identificada no citado estudo de Nelson Eizirik quanto à aplicabilidade, no direito brasileiro, da teoria da fraude ao mercado (“*fraud-on-the-market theory*”) desenvolvida no direito norte-americano⁹⁸⁹.

A teoria da fraude ao mercado, elaborada a partir da decisão da Suprema Corte norte-americana no caso *Basic, Inc. v. Levinson*, constitui regra procedimental. Segundo ela, investidores unidos no polo ativo de uma ação coletiva não precisam provar, individualmente, que tomaram suas decisões de investimento com base nas informações enganosas divulgadas por uma companhia.

Para os fins da formação da classe no polo ativo, os investidores podem valer-se da presunção de que tomaram suas decisões de investimento utilizando informações divulgadas pela companhia a partir da permissão de que o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações públicas a seu respeito.

A teoria da fraude ao mercado estabelece uma presunção de existência denexo causal apenas para fins de formação da classe por investidores em uma ação coletiva, que é uma etapa processual inexistente no direito brasileiro e envolve a análise tanto de questões processuais (legitimidade ativa coletiva dos investidores), como de mérito (nexo de causalidade entre a conduta da companhia e dos danos alegados por investidores). No direito brasileiro, a verificação do nexo causal ocorre apenas no exame do mérito do caso, tornando inócuas as críticas com base na regra formulada pela Suprema Corte norte-americana em *Basic, Inc. v. Levinson*.

Em tempo, a presunção de nexo causal com base na teoria da fraude ao mercado é relativa, sendo possível afastar a presunção de causalidade pela demonstração de que a informação enganosa não teria afetado o preço⁹⁹⁰. Como será visto na seção 5.4.2 abaixo, a

⁹⁸⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Ação nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁹⁸⁸ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. Op. cit. p. 291.

⁹⁸⁹ EIZIRIK, Nelson. A “**Fraud-On-The-Market Theory**”... Op. cit. p. 99

⁹⁹⁰ “Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff or his decision to trade at a fair market price will be sufficient to rebut the presumption of reliance. For example, if petitioners could show that the ‘market makers’ were privy to the truth about the

teoria da fraude ao mercado teve seu alcance limitado por decisões da Suprema Corte norte-americana que são posteriores ao caso *Basic, Inc. v. Levinson*.

Nas próximas seções, que se dedicarão ao exame de ato ilícito,nexo causal e dano na caracterização da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar, as lições do direito norte-americano poderão ser utilizadas, pontualmente, para fins de comparação com o direito brasileiro. No entanto, serão observadas as devidas cautelas para evitar que a transposição seja feita de forma inadequada.

5.3 Contornos do ato ilícito praticado pela companhia em razão da divulgação de informações falsas ou imprecisas

A presente seção tem como objetivo delinear os contornos precisos do ato ilícito praticado pela companhia que viola o seu dever de informar. A violação do dever de informar da companhia pode ser qualificada, do ponto de vista da sua antijuridicidade, de várias formas distintas. A divulgação de informações falsas ou imprecisas pode ser encarada como: (i) violação culposa do dever legal de informar, que caracteriza ato ilícito (artigo 186 do Código Civil); (ii) violação positiva do contrato (nos casos em que a companhia seja parte de negócio envolvendo seus próprios valores mobiliários); (iii) dolo próprio ou dolo de terceiro (a depender da participação ou não da companhia em negócio envolvendo seus próprios valores mobiliários); ou (iv) violação de dever legal decorrente da prática de infrações definidas no artigo 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976.

Algumas dessas hipóteses já foram abordadas em outras discussões travadas nesta tese, como nas seções 3.5 (sobre consentimento na negociação de valores mobiliários) e 4.3 (sobre a espécie da responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar). As discussões serão retomadas de forma sucinta, apenas para contextualizar o exame a ser realizado na presente seção.

merger discussions here with Combustion, and thus that the market price would not have been affected by their misrepresentations, the causal connection could be broken; the basis for finding that the fraud had been transmitted through market price would be gone” (ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Ação nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 248 (1988)). Tradução livre: “Qualquer demonstração que rompa a ligação entre a alegada informação enganosa e o preço recebido (ou pago) pelo autor ou a sua decisão de investir no preço de mercado será suficiente para afastar a presunção denexo causal. Por exemplo, se for possível demonstrar que os formadores de mercado sabiam da verdade sobre as discussões da fusão com a Combustion, e portanto que o preço de mercado não for afetado pelas informações enganosas, o nexocausal teria sido quebrado; a base para determinar que a fraude foi transmitida pelo preço de mercado não existiria”.

Em seguida, será examinada a questão da diligência da companhia, com ênfase na ideia de que a sociedade empresária deve possuir controles internos efetivos para assegurar um adequado tratamento da informação a ser divulgada ao mercado.

5.3.1 A divulgação de informações falsas ou imprecisas como ato ilícito

Não obstante a violação do dever de informar da companhia poder ser qualificada, do ponto de vista da sua antijuridicidade, de várias formas distintas, a posição a ser adotada nesta tese é de que a violação do dever de informar da companhia deve ser qualificada, na perspectiva de sua antijuridicidade, como ato ilícito decorrente da violação de dever legal, isto é, o de fornecer informações precisas, claras, verdadeiras e completas ao mercado.

Esse dever já foi exposto nas seções 2.4 e 2.5 *supra*, sendo que a falsidade e a imprecisão das informações, para fins da aferição do descumprimento do dever de informar, foram definidas na seção 3.4 desta tese. Acredita-se que a qualificação do ato antijurídico da companhia como ato ilícito, nos termos do artigo 186 do Código Civil, é a que melhor se coaduna com a finalidade da responsabilidade civil no caso de divulgação de informações falsas ou imprecisas, isto é, a promoção do funcionamento eficiente do mercado.

Ainda que o dever de informar seja tratado no âmbito da regulação emitida pela CVM, o seu descumprimento pode ter como consequência a responsabilidade civil, já que a violação de um dever previsto em normas regulatórias pode levar à configuração do ato ilícito⁹⁹¹.

Para se chegar a essa conclusão, no entanto, faz-se necessário afastar as demais alternativas.

A tese que caracteriza a violação do dever de informar como hipótese de inadimplemento contratual passa pela qualificação da obrigação como processo complexo, dinâmico e que depende da cooperação entre as partes⁹⁹². Nessa perspectiva, enxerga-se a obrigação como processo que envolve um conjunto de direitos, deveres, pretensões e ônus,

⁹⁹¹ “Les règlements susceptibles d’entraîner, par leur violation, une responsabilité civile sont nombreux et variés, et l’on ne saurait en présenter ici l’étude générale. Ils concernent notamment l’hygiène, la sécurité, l’esthétique des bâtiments, les bourses, foires et marchés, l’exercice d’un grand nombre de commerces et de professions, la dénomination de certains produits, etc. Tout intéressé est fondé à exiger l’observation des règlements, et, par suite, à rendre celui qui les a violés responsable du préjudice que lui a causé leur non-observation”. Tradução livre: “Os regulamentos passíveis de conduzir, pela sua violação, à responsabilidade civil são numerosos e variados, não sendo possível apresentar aqui o estudo geral sobre eles. Referem-se em particular à higiene, à segurança, à estética dos edifícios, às bolsas de valores, feiras e mercados, ao exercício de um grande número de negócios e profissões, à denominação de determinados produtos etc. Qualquer interessado pode exigir a observância dos regulamentos e, conseqüentemente, responsabilizar quem os tenha violado pelo prejuízo causado pela não observância” (SAVATIER, René. **Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français**. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1939. v. 1. p. 18).

⁹⁹² MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado...** Op. cit. p. 208.

dentre outros fatores, que nascem de um mesmo fato jurídico obrigacional, todos interligados e vinculados por elementos que direcionam a obrigação ao seu adimplemento⁹⁹³ e que demandam, para esse fim, a cooperação entre as partes⁹⁹⁴.

A partir dessa visão, que considera a colaboração como parte nuclear da obrigação, os deveres de informação das partes ocupam lugar de destaque⁹⁹⁵ e a confiança passa a ser vista como fonte de eficácia obrigacional⁹⁹⁶.

O dever de informar decorrente do processo obrigacional pode apresentar-se de 3 (três) formas distintas, como: (i) principal, quando a informação constituir o próprio objeto do contrato; (ii) anexo, quando a informação for necessária para viabilizar o adimplemento contratual, sendo instrumental ao adimplemento; e (iii) de proteção, quando a informação servir para prevenir riscos que poderiam ser gerados pelo contrato⁹⁹⁷.

No mercado de valores mobiliários, a boa-fé objetiva (e os deveres anexos e de proteção que nascem dela) deve ser encarada como elemento que potencializa o dever de informação dos emissores⁹⁹⁸. Como explica Judith Martins-Costa, a divulgação de informação inverídica e a não divulgação são atos igualmente indesejáveis, já que a informação precisa e verdadeira é essencial para que o investidor tome decisões informadas de investimento⁹⁹⁹. Nesse contexto, o dever de informar da companhia – decorrente da Lei nº 6.385/1976 e das normas editadas pela CVM – e o seu dever de boa-fé perante investidores comunicam-se e potencializam-se.

A relação entre boa-fé objetiva e o dever de informar foi explorada na seção 3.1.3 *supra*, quando foram estudadas as funções jurídicas da informação. Constatou-se, na mencionada seção, que a divulgação de informações tem como uma de suas funções assegurar a confiança de investidores nos instrumentos de troca, por meio da observância da boa-fé objetiva pelos emissores de valores mobiliários.

A violação do dever de informar, na medida em que configure descumprimento de dever anexo ou de proteção, pode dar ensejo à violação positiva do contrato¹⁰⁰⁰. Nesse caso,

⁹⁹³ “A obrigação é um processo, vale dizer, dirige-se ao adimplemento, para satisfazer o interesse do credor. A relação jurídica, como um todo, é um sistema de processos” (SILVA, Clóvis do Couto e. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006. p. 167).

⁹⁹⁴ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado...** Op. cit. p. 213-218.

⁹⁹⁵ *Ibidem*. p. 218-219.

⁹⁹⁶ *Ibidem*. p. 243.

⁹⁹⁷ *Ibidem*. p. 227.

⁹⁹⁸ *Idem*. **Oferta pública...** Op. cit. p. 255.

⁹⁹⁹ *Ibidem*. p. 256.

¹⁰⁰⁰ Segundo António Menezes Cordeiro, considera-se violação positiva do contrato “os casos de cumprimento defeituoso da prestação principal, de incumprimento ou impossibilitação de prestações secundárias e de violação

não se trata de descumprimento de deveres decorrentes do interesse à prestação (sejam deveres principais ou secundários), mas de violação dos interesses de proteção, gerando direito de ressarcimento à parte lesada¹⁰⁰¹.

Ainda que a violação do dever de informar possa ser, em tese, qualificada como descumprimento de um dever anexo ou de proteção pela companhia, que resulta na violação positiva do contrato, essa visão limitaria demasiadamente a responsabilidade civil da companhia. Qualificar a falha informacional como violação positiva do contrato faria com que a responsabilidade civil da companhia se limitasse aos negócios em que a companhia participa diretamente, o que, no caso das transações com valores mobiliários, ocorre apenas na oferta pública primária no mercado primário (isto é, emissão pública de valores mobiliários) e nos casos em que a companhia negocia valores mobiliários de sua própria emissão. Por esse motivo, deve-se afastar a qualificação da violação do dever de informar da companhia como descumprimento contratual, em função da violação positiva do contrato.

Fora isso, mesmo que se identifique, na informação a função de fomentar a boa-fé objetiva e a confiança dos investidores nos instrumentos de troca, a fonte principal desses deveres não é propriamente o contrato, mas sim a lei (no caso, a Lei nº 6.385/1976 e as normas editadas pela CVM). A prevalência da lei como fonte do dever de informar da companhia sobre o contrato já foi explorada na seção 4.3, acima, em que se afirmou que a responsabilidade civil da companhia é extracontratual.

A divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado também pode, em tese, ser caracterizada como dolo. A hipótese já foi aventada na seção 3.5 *supra*. O dolo nada mais é do que o erro provocado por uma das partes de um negócio jurídico¹⁰⁰², isto é, o erro causado por “provocação externa, vinda de quem visa beneficiar-se com a anuência assim obtida”¹⁰⁰³. O dolo, portanto, comporta elemento intencional, “pois aquele que engana sem saber que está a fazê-lo não procede com dolo”¹⁰⁰⁴. Para que seja caracterizado o dolo, portanto, é preciso que um agente induza outro a erro, utilizando-se de manobras, artifícios, falsidades ou omissões, tudo com o objetivo de afetar a declaração de vontade da parte afetada¹⁰⁰⁵.

de deveres acessórios” (CORDEIRO, António Manual da Rocha e Menezes. **Da boa fé no direito civil**. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 602).

¹⁰⁰¹ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado...** Op. cit. p. 690-692.

¹⁰⁰² KONDER, Carlos Nelson. Op. cit. p. 619.

¹⁰⁰³ RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 5.

¹⁰⁰⁴ BENETTI, Giovana. Op. cit. p. 29.

¹⁰⁰⁵ *Ibidem*. p. 31.

Na lógica dos artigos 145 e 146 do Código Civil, o dolo principal pode justificar a anulação do negócio jurídico quando tiver relação com a sua causa, enquanto o dolo acidental dá ensejo ao direito a ressarcimento pela parte prejudicada. A conexão entre a teoria dos defeitos dos atos jurídicos e das nulidades decorre do fato de que a manifestação de vontade é ato capaz de criar ou modificar relações jurídicas e, se não for realizada de forma livre e consciente, pode ser desfeita¹⁰⁰⁶.

Nas negociações de valores mobiliários, a informação enganosa pode afetar duas decisões: (i) a decisão de negociar, isto é, de comprar, vender ou manter valores mobiliários; e (ii) a decisão sobre a que preço negociar a compra ou a venda dos ativos. É possível afirmar que, quando o dolo causa erro sobre a decisão de negociar, ele será principal, pois afeta a própria causa do negócio (conforme artigo 145 do Código Civil). Quando o dolo afetar a decisão sobre a que preço negociar, no entanto, pode-se afirmar que ele será apenas acidental (nos termos do artigo 146 do Código Civil).

Ainda que seja possível, em tese, caracterizar a divulgação de informação falsas ou imprecisas como dolo, essa caracterização gera alguns problemas práticos. Em primeiro lugar, reiterando, a companhia estabelece uma relação negocial direta com o investidor apenas no caso das ofertas primárias no mercado primário e nas hipóteses de negociação de valores mobiliários de sua própria emissão. Nos casos em que a companhia não é parte do negócio jurídico, como na compra e na venda de valores mobiliários no mercado secundário entre investidores, seria necessário qualificar o ato da companhia como dolo de terceiro, nos termos do artigo 148 do Código Civil, o que gera problemas já explorados na seção 3.5 *supra*.

Além dessa peculiaridade dos negócios celebrados no mercado de valores mobiliários, há de se ressaltar que a anulação de negócios jurídicos com base em alegações de dolo poderia afetar a confiança de investidores nos mecanismos de troca, criando obstáculos ao funcionamento eficiente do mercado. Foi exposto, na seção 3.5 desta tese, que o Código Civil adotou, no tratamento do erro, a teoria da confiança, buscando privilegiar a estabilidade dos negócios jurídicos com a preservação dos seus efeitos sempre que possível.

No caso do dolo, sendo o erro provocado por manobra ou artifício de uma das partes, não há de se falar em confiança entre as partes¹⁰⁰⁷. Não por outro motivo, Giovana Benetti

¹⁰⁰⁶ RODRIGUES, Silvio. Op. cit. p. 10.

¹⁰⁰⁷ “A vontade, no processo de formação que culmina com a manifestação da declaração, pode sofrer a influência de elementos externos causadores de desvios entre o que se buscava e o que ao final se declarou. É o que ocorre no dolo: a manobra ou omissão induz a vítima a uma representação falsa da realidade. No caso de o dolo ser praticado diretamente por um dos contratantes, fica evidente a má-fé de seu autor, não havendo confiança do destinatário da declaração para ser tutelada. Privilegia-se, então, a tutela do declarante, o qual

propõe definir o dolo como ato ilícito cuja eficácia pode ser invalidante e/ou indenizatória, variando em suas consequências jurídicas (anulabilidade do negócio jurídico e/ou ressarcimento) conforme o grau de interferência na declaração de vontade do lesado e, no caso de dolo de terceiro, conforme a confiança gerada no destinatário da declaração¹⁰⁰⁸.

O posicionamento, por um lado, compatibiliza-se com as conclusões alcançadas até aqui, no sentido de que a divulgação de informações falsas ou imprecisas pela companhia caracteriza ato ilícito (embora se sustente, nesta tese, que o ato ilícito não decorre de eventual dolo, mas da violação do dever legal de informar imposto ao emissor de valores mobiliários).

Por outro lado, o posicionamento de Giovana Benetti deixa claro que a qualificação de um ato como dolo pode ensejar pretensão anulatória para a parte prejudicada, a depender da interferência na formação da vontade da parte prejudicada. A possibilidade de anulação de um negócio jurídico é incompatível com a estabilidade necessária para que investidores tenham confiança nos mecanismos de troca e para que o mercado possa funcionar de forma eficiente.

Nesse ponto, é importante ter em mente que, embora as negociações de valores mobiliários constituam contratos, com prestação e contraprestação (geralmente, a troca de valores mobiliários por determinada quantia em dinheiro), elas são efetivadas por mecanismos complexos, responsáveis por coordenar diversas ofertas de compra e venda dos títulos negociados e liquidá-las de forma centralizada, alocando corretamente o pagamento dos vendedores e a titularidade dos valores mobiliários dos compradores.

Nos primórdios do mercado, quando a informatização ainda não era realidade, esse procedimento era realizado por meio da entrega de títulos físicos (*e.g.* cautelas de ações) em troca do correspondente pagamento em dinheiro. Atualmente, os valores mobiliários negociados no mercado possuem a forma escritural e a sua negociação ocorre por meios eletrônicos¹⁰⁰⁹.

Conforme explica Valdir Carlos Pereira Filho, a efetivação da negociação de valores mobiliários contratada em mercados regulados passa por 4 (quatro) etapas distintas: (i) confirmação, em que os termos da negociação (objeto, preço, quantidade, partes e prazo) são ajustados; (ii) compensação, quando há o cálculo e a apuração das obrigações das partes, podendo esse processo ocorrer de forma individualizada (por negociação) ou global (por ativo

poderá exercer direito potestativo de anulação do negócio e/ou a pretensão de perdas e danos” (BENETTI, Giovana. Op. cit. p. 34).

¹⁰⁰⁸ “Considera-se que o dolo, por influir no processo da formação do consentimento hígido ou em seus termos, consiste em ato ilícito cuja eficácia poderá ser invalidante e/ou indenizatória. Não se está propondo sua exclusão da classificação como vício de consentimento, apenas se está buscando a definição que melhor comporte as diferentes facetas desta figura à luz do ordenamento brasileiro” (Ibidem. p. 38-40).

¹⁰⁰⁹ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos jurídicos da pós-negociação de ações**. São Paulo: Almedina, 2013. p. 23-30.

e saldo financeiro), sendo que, nessa última hipótese, faz-se necessária a participação de uma contraparte central; (iii) liquidação, por meio da entrega dos valores mobiliários para o comprador e o respectivo pagamento para o vendedor, processo que é realizado por um sistema de liquidação; e (iv) guarda ou depósito de ativos, pois a guarda dos valores mobiliários é feita pelo depositário central e os investidores somente têm acesso a esse depositário central por meio de custodiantes¹⁰¹⁰.

No complexo procedimento de liquidação das negociações com valores mobiliários, há 5 (cinco) riscos principais: de crédito, de liquidez, operacional, legal e sistêmico¹⁰¹¹. Merecem destaque, para os fins da presente tese, os riscos operacional e legal. O risco operacional diz respeito à possibilidade de falhas nos sistemas que efetivam a negociação de valores mobiliários, enquanto o risco legal decorre da possibilidade de que o direito não reconheça a legalidade de determinada transação¹⁰¹².

Percebe-se, por esse breve apanhado, que o funcionamento do mercado depende de mecanismos complexos que efetivam as negociações com valores mobiliários. Não por acaso, a Lei nº 6.385/1976 contempla o funcionamento eficiente e regular do mercado (artigo 4º, II e III). Foi mencionado, na seção 2.1.1 *supra*, que o próprio conceito de eficiência, no contexto do mercado, pode ser encarado sob os vieses funcional e alocativo, sendo a eficiência funcional relacionada à capacidade do mercado de liquidar os valores mobiliários e a eficiência alocativa, por sua vez, relacionada à capacidade de o mercado garantir a melhor alocação de recursos¹⁰¹³.

Como exposto na referida seção, as questões discutidas nesta tese estão mais relacionadas com a eficiência alocativa do mercado do que com a sua eficiência funcional. Não obstante, não se pode ignorar que, caso a violação do dever de informar da companhia seja aceita como fundamento para anular ou de qualquer forma contestar a legitimidade de negociações com valores mobiliários, estar-se-ia pondo em risco o funcionamento dos mecanismos responsáveis por efetivar tais negócios.

Por esse motivo, entende-se necessário afastar qualquer tentativa de qualificar a violação do dever de informar da companhia como inadimplemento contratual, dolo ou qualquer outra forma de ato ilícito no contexto negocial. De forma a preservar a higidez dos sistemas de troca e a confiança dos investidores em seu funcionamento, a violação do dever de informar da companhia deve sempre ser encarada como ato ilícito decorrente do

¹⁰¹⁰ Ibidem. p. 50-51.

¹⁰¹¹ Ibidem. p. 51-53.

¹⁰¹² Loc. cit.

¹⁰¹³ CERZETTI, Sheila Christina Neder. Op. cit. p. 118.

descumprimento de um dever legal (artigo 186 do Código Civil), com consequências indenizatórias.

Uma última questão deve ser dirimida: as falhas informacionais cometidas por uma companhia caracterizam ato ilícito decorrente unicamente da violação do seu dever de informar ou existe a possibilidade de relacionar a ilicitude do ato às práticas mencionadas no artigo 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976 (“condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”)?

Tais práticas foram definidas por meio da Instrução CVM nº 08/1979, que as descreve da seguinte maneira:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda; c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardis ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Embora tenha conferido contornos mais precisos aos ilícitos dispostos no artigo 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976, a Instrução CVM nº 08/1979, ainda assim, adotou definições amplas, que se apresentam mais como “tipos abertos” ou “*standards* legais” do que como descrições exaustivas de práticas ilícitas¹⁰¹⁴. Não obstante o caráter genérico e aberto, a doutrina foi capaz de identificar os principais elementos de cada um dos ilícitos.

A vedação à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários é, em geral, associada à necessidade de se preservar os mecanismos de oferta e procura do mercado¹⁰¹⁵. Considera-se que o ilícito possui como aspectos principais a

¹⁰¹⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit. p. 109; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 547.

¹⁰¹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit. p. 114.

realização de negociações artificiais, a alteração do fluxo de compra e venda de valores mobiliários, com a criação de um falso mercado, e a existência de dolo do agente infrator¹⁰¹⁶.

A configuração do ilícito não depende da existência de efetivo ganho para o agente infrator, podendo-se dizer que constitui uma infração de mera conduta¹⁰¹⁷. Na medida em que a divulgação de informações falsas ou imprecisas possa afetar as condições de oferta e demanda de valores mobiliários, ela poderá caracterizar o ilícito previsto no item II, “a”, da Instrução CVM nº 08/1979¹⁰¹⁸.

A manipulação de preços é ilícito muito próximo à criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço, já que ambos visam a punir condutas capazes de afetar a formação de preços de valores mobiliários¹⁰¹⁹. A diferença é que a criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço configura infração mais ampla do que a manipulação de preços, já que, por meio daquela, o agente infrator busca não apenas distorcer a cotação dos valores mobiliários, como também induzir terceiros a negociá-los com base nos preços artificialmente formados¹⁰²⁰. Assim como no caso da criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço, a caracterização da manipulação de preços exige a demonstração de dolo pelo agente¹⁰²¹.

A operação fraudulenta é infração por meio da qual o agente se utiliza de ardil ou artifício para manter terceiro em erro com o objetivo de auferir vantagem ilícita¹⁰²². O ilícito, de tipo aberto e abrangente, pode abarcar diferentes práticas em seu escopo. De maneira geral, busca-se prevenir fraudes e comportamentos maliciosos em geral¹⁰²³. Assim como nos ilícitos vistos anteriormente, a tipificação de uma conduta como operação fraudulenta dispensa a demonstração de efetivo ganho para o agente, mas exige a existência do elemento volitivo, isto é, o dolo¹⁰²⁴.

Por fim, a prática não equitativa diz respeito à conduta que resulta em desigualdade ilegal entre partes de uma negociação de valores mobiliários. Em função de exigir a quebra indevida de uma situação de igualdade, a prática não equitativa será decorrente, em geral, da violação de dever fiduciário de um agente perante o outro, como ocorre, por exemplo, na

¹⁰¹⁶ CAVALI, Marcelo Costenaro. Op. cit. p. 157-158.

¹⁰¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 549.

¹⁰¹⁸ Loc. cit.

¹⁰¹⁹ Ibidem. p. 548.

¹⁰²⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit. p. 118.

¹⁰²¹ CAVALI, Marcelo Costenaro. Op. cit. p. 165.

¹⁰²² Loc. cit.

¹⁰²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 551.

¹⁰²⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit. p. 118.

prática denominada “*front running*”, na qual o intermediário, utilizando conhecimento sobre as operações do seu cliente, “corre na frente” e realiza operação relacionada em nome próprio ou de terceiro, auferindo vantagem indevida¹⁰²⁵. Vislumbra-se também, nessa hipótese, a necessidade de se demonstrar o dolo do agente, referente à sua intenção de obter vantagem indevida.

A partir dessa breve exposição, é possível perceber que os ilícitos previstos no artigo 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 08/1979 referem-se a atos dolosos. Ainda que a divulgação de informações falsas ou imprecisas possa, ao menos em tese, ser qualificada como criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço, ou mesmo manipulação de preço, os ilícitos demandam a existência de dolo ao passo que a violação do dever de informar pode ocorrer por meio de conduta culposa (*stricto sensu*).

Em outras palavras, a divulgação de informações falsas ou imprecisas em função de conduta negligente da companhia configuraria violação do seu dever de informar, embora não seja suficiente, em função da ausência de dolo, para caracterizar qualquer dos ilícitos previstos no artigo 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 08/1979.

Por todo o exposto, acredita-se que o mais adequado é tratar a violação do dever de informar da companhia como violação de dever legal que, caso decorra de conduta culposa (culpa em sentido estrito ou dolo) e cause dano a outrem, caracterizará ato ilícito, gerando para a parte prejudicada o direito a ressarcimento (artigo 927, *caput*, do Código Civil).

Feitas essas considerações, cumpre agora examinar a conduta esperada da companhia na divulgação de informações ao mercado, com o objetivo de estabelecer os critérios para análise da sua eventual culpa.

5.3.2 O dever de informar e o funcionamento eficiente do mercado: o dever de diligência como base dos deveres impostos aos participantes do mercado de valores mobiliários

A responsabilidade civil da companhia por divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado existirá no caso de ato ilícito, isto é, uma conduta culposa ou dolosa que viole dever legal e gere dano a outrem. Para que haja ato ilícito da companhia que divulga informações falsas ou imprecisas ao mercado, é preciso que a divulgação decorra de conduta culposa, seja na forma de culpa *stricto sensu*, seja na forma de conduta intencional (*dolo*).

¹⁰²⁵ CAVALI, Marcelo Costenaro. Op. cit. p. 168-169; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Op. cit. p. 552-554.

O dever legal de informar das companhias foi objeto de extensa análise nas seções 2.4 e 2.5 desta tese. Falta examinar, com maior profundidade, a caracterização da conduta culposa, sendo necessário que se determine a forma pela qual se espera que a obrigação de informar seja cumprida pela companhia.

Para esse fim, as normas regulatórias do mercado de valores mobiliários podem fornecer um bom ponto de partida. As normas do mercado visam a atender à necessidade de proteger investidores e o próprio funcionamento eficiente do mercado¹⁰²⁶. A proteção dos investidores dá-se pela garantia de acesso a informações relevantes a respeito dos emissores de valores mobiliários e seus negócios, bem como pelo seu tratamento equitativo pelos participantes do mercado¹⁰²⁷. A proteção beneficia o funcionamento do mercado como um todo, garantindo a formação regular dos preços e a hígidez operacional dos mecanismos de troca¹⁰²⁸.

Nesse contexto, as normas regulatórias do mercado de valores mobiliários buscam, dentre outros objetivos, regular a conduta dos participantes do mercado de valores mobiliários, estabelecer deveres de divulgação de informações e exigir o atendimento de exigências de qualificação mínima¹⁰²⁹. Os objetivos podem ser extraídos dos diversos incisos do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, que enumera as finalidades das atribuições do CMN e da CVM, deixando claro o papel dos órgãos de promover o funcionamento eficiente e regular do mercado, assegurar a divulgação de informações aos investidores, coibir determinadas práticas nocivas ao funcionamento do mercado, dentre outras.

De todos esses fundamentos, é possível extrair um ponto em comum: é preciso que os participantes do mercado sejam agentes qualificados e ajam de forma diligente e leal. É relevante, nesse contexto, a crítica formulada por António Barreto de Menezes Cordeiro a respeito dos objetivos geralmente atribuídos ao direito dos valores mobiliários.

Segundo o autor, a funcionalização do direito de valores mobiliários a partir de objetivos de eficiência do mercado e de proteção a investidores é insuficiente, pois caracteriza

¹⁰²⁶ “Embora em graus variáveis, estas características servem para fundamentar os objectivos principais associados à regulação do mercado de valores mobiliários: a protecção dos investidores, a defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e a redução do risco sistémico” (CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2. ed. Almedina: Coimbra, 2011. p. 30).

¹⁰²⁷ Ibidem. p. 33.

¹⁰²⁸ Loc. cit. No mesmo sentido, Julya Sotto Mayor Wellisch afirma, ao discorrer sobre a eficiência do mercado na visão dos economistas: “Em linhas gerais, a ideia fundamental é ter um mercado em que os preços transmitam sinais acurados para a adequada e eficiente alocação de capital, de modo que a poupança dirija-se natural às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 201).

¹⁰²⁹ Ibidem. p. 56-58.

visão excessivamente formal e de pouca utilidade prática¹⁰³⁰. A crítica apoia-se no argumento de que esses dois objetivos são abstratos e demandam a utilização de valores com mais substância. Dois são os valores propostos pelo autor: (i) o da integridade, que estaria intimamente ligado à igualdade de oportunidades e livre concorrência¹⁰³¹; e (ii) o da transparência, associado às obrigações de divulgação de informações¹⁰³².

Ainda que a questão seja aqui proposta de forma distinta, a crítica de António Barreto de Menezes Cordeiro representa visão semelhante à defendida na presente tese: o funcionamento eficiente do mercado é objetivo do direito dos valores mobiliários e serve como norte para o exame da conduta de participantes do mercado, mas a sua efetivação depende da observância de determinados deveres impostos aos agentes, especialmente o dever de informar e, de forma mais ampla, o dever de diligência.

Especificamente no caso de emissores de valores mobiliários, inclusive companhias, o dever de diligência traduz-se em uma exigência de cuidado no tratamento de informações e na sua divulgação a investidores. Esse cuidado é esperado não só dos emissores, mas também de outros agentes.

Como já se estudou na seção 2.1.3 *supra*, a eficiência do mercado depende da atuação de diversos participantes no tratamento, no processamento e na disseminação de informações, como auditores independentes, analistas e intermediários de ofertas (*underwriters*)¹⁰³³. Para que o mercado funcione de forma eficiente, é preciso que os agentes ajam de forma diligente e leal, uma vez que eventuais falhas no tratamento, no processamento e na disseminação de informações pode levar investidores a erro e, a depender de outras condições do mercado, gerar crises (vide seção 2.2.3 *supra*). Não por acaso, as recentes crises vivenciadas pelo mercado de valores mobiliários são, muitas vezes, associadas a falhas cometidas não por emissores de valores mobiliários, mas por participantes do mercado, especialmente aqueles identificados como seus guardiães (*gatekeepers*)¹⁰³⁴.

¹⁰³⁰ MENEZES CORDEIRO, António Barreto. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2019. p. 95.

¹⁰³¹ *Ibidem*. p. 97.

¹⁰³² *Ibidem*. p. 98.

¹⁰³³ “Cada um desses participantes tem papel específico e, a par das diferenças terminológicas ou mesmo de enfoque regulatório no tratamento que lhes é dado pelas diferentes jurisdições, visa em essência, a atender às necessidades dos demais agentes econômicos e do próprio sistema regulatório, seja no sentido de assegurar a fidedignidade das informações divulgadas, de reduzir as assimetrias informacionais, de reduzir os custos de transação, de prover instrumentos de proteção aos investidores e demais agentes de mercado, de permitir o encontro entre as diversas pretensões de provedores e beneficiários de recursos, e também de viabilizar a própria realização das operações, com todas as etapas que lhe são inerentes, incluindo a compensação, a liquidação e a guarda ou depósito de ativos” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais...** Op. cit. p. 205).

¹⁰³⁴ Por todos, vide: HAENSEL, Taimi. Op. cit. p. 23-64.

Portanto, os participantes do mercado e os emissores de valores mobiliários devem observar padrões de conduta diligente em sua atuação. Trata-se, aqui, não do dever de diligência do administrador da companhia, mas do dever de diligência da própria companhia – como empresária e emissora de valores mobiliários, capaz de assumir obrigações e direitos – perante os investidores e o mercado.

O dever de diligência pode ser considerado um princípio geral de direito, “na medida em que tal dever acompanha sempre a execução ou o cumprimento de qualquer obrigação”¹⁰³⁵. Do ponto de vista da responsabilidade civil, a falta de diligência está intrinsecamente ligada ao conceito de culpa, pois, ao praticar atos da vida, ainda que lícitos, espera-se que cada pessoa observe “a cautela necessária para que de seu atuar não resulte lesão a bens jurídicos alheios”¹⁰³⁶. A diligência, nesse contexto, pressupõe um dever de cautela, para que se possa evitar a produção de um resultado indesejável¹⁰³⁷.

No caso do dever de informar, a diligência da companhia deve ser aferida a partir da existência e da efetividade de mecanismos internos e de políticas cujo objetivo seja assegurar a divulgação de informações verdadeiras e precisas ao mercado. Enquanto a diligência do administrador é examinada no contexto do exercício das funções associadas ao seu cargo¹⁰³⁸, o dever de diligência da companhia exige um olhar mais amplo, a partir da sua organização e dos procedimentos internos, como será visto em maiores detalhes na seção 5.3.3 abaixo.

A análise da diligência do emissor na divulgação de informações foi realizada pela CVM no âmbito do PAS nº RJ2015/10276¹⁰³⁹. O processo em questão teve origem em acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) a respeito de supostas falhas informacionais em prospecto de oferta pública de ações realizada pela

¹⁰³⁵ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 40

¹⁰³⁶ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2010. p. 32.

¹⁰³⁷ “[A] culpa é falta de diligência na observância da norma de conduta, isto é, o desprezo, por parte do agente, do esforço necessário para observá-la, com resultado, não objetivado, mas previsível, desde que o agente se detivesse na consideração das consequências eventuais da sua atitude” (DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil...** Op. cit. p. 136). No mesmo sentido, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda afirma que “negligência é omissão da diligência exigida no trato ordinário dos homens, quando, se não tivesse havido essa falta de diligência, se teria evitado o resultado não-querido contrário a direito” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Bens. Fatos Jurídicos**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. v. 2. p. 340).

¹⁰³⁸ “A principal obrigação dos administradores é a de desenvolver as suas funções, tendo em vista os interesses sociais. O dever de diligência dos administradores, dessa forma, está diretamente relacionado à obrigação de desempenharem seus cargos. O dever de diligência, contudo, exige dos administradores mais do que o mero cumprimento do dever de desempenhar seus cargos; ele pressupõe, ainda, o exercício das funções pelo administrador com dedicação, atenção, zelo e cuidado” (PARENTE, Flávia. Op. cit. p. 41).

¹⁰³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276. Relator diretor Pablo Renteria. Julgado em 11/07/2017.

Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás. O processo foi instaurado contra a própria companhia, alguns de seus administradores e o intermediário da oferta, o Banco Bradesco BBI S.A.

A companhia havia divulgado nos documentos de sua oferta pública de ações e em formulários de referência que os detentores de ações preferenciais adquiririam direito de voto caso não recebessem, por três exercícios consecutivos, o dividendo prioritário, fixo ou mínimo a que fizessem jus, de acordo com o disposto no estatuto social da companhia.

A Superintendência de Relações com Empresas considerou que a informação era incorreta pelas seguintes razões: (i) o estatuto social da companhia era silente a respeito da aquisição de direito de voto por acionistas preferencialistas, embora os documentos de divulgação fizessem referência expressa ao estatuto; e (ii) a afirmação sobre a aquisição de direito de voto por acionistas preferencialistas entrava em conflito com o artigo 62 da Lei nº 9.478/1997, que dispõe sobre o controle societário da Petrobras pela União Federal e determina que as ações preferenciais da companhia sempre serão desprovidas do direito de voto¹⁰⁴⁰.

A respeito da primeira acusação, a CVM entendeu por unanimidade, seguindo voto do relator diretor Pablo Renteria, que a informação não era defeituosa e que o entendimento da companhia se apoiou em parecer jurídico. Sustentou-se no referido voto que, embora o estatuto social fosse silente a respeito da aquisição de direito de voto pelas ações preferenciais, seria razoável supor que o artigo 111, § 1º, Lei nº 6.404/1976, seria capaz de suprir o silêncio. Com base nesse fato, o Diretor afirmou que a companhia foi diligente, ressaltando o seguinte¹⁰⁴¹:

Note-se, nessa direção, que a Companhia, seguindo a prática de mercado, contratou um escritório de advocacia para rever o conteúdo jurídico do Prospecto, o qual elaborou parecer (legal opinion), atestando que as informações constantes do documento, sob o aspecto da legislação brasileira, estariam adequadas (fls.432-457). Tal providência, a meu ver, reforça a diligência empregada pela Companhia e pelo seu diretor de relações com investidores na elaboração do Prospecto.

É possível notar que a argumentação do diretor Pablo Renteria foi no sentido de que a Petrobras se respaldou em entendimento jurídico razoável e adotou conduta compatível com os padrões de mercado, contratando parecer jurídico especializado para dar suporte às

¹⁰⁴⁰ “Art. 62. A União manterá o controle acionário da PETROBRÁS com a propriedade e posse de, no mínimo, cinquenta por cento das ações, mais uma ação, do capital votante. Parágrafo único. O capital social da PETROBRÁS é dividido em ações ordinárias, com direito de voto, e ações preferenciais, estas sempre sem direito de voto, todas escriturais, na forma do art. 34 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.

¹⁰⁴¹ Parágrafo 19 do voto do diretor Pablo Renteria proferido no âmbito do processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276.

informações contidas no prospecto. Ademais, é interessante notar que o voto ressaltou que a contratação do parecer jurídico seria “prática de mercado”, o que indica que os contornos do comportamento diligente, nesses casos, devem ser definidos de acordo com o que se pratica no mercado em situações semelhantes.

Com relação à segunda acusação, a argumentação adotada pelo referido diretor e acolhida por unanimidade pelos demais diretores foi no sentido de que, muito embora pudesse haver aparente conflito entre o artigo 62 da Lei nº 9.478/1997 e o artigo 111, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, seria razoável, à época da elaboração dos documentos de divulgação, que a companhia tivesse adotado o entendimento de que a disposição da Lei nº 6.404/1976 prevaleceria, muito embora a administração da companhia tivesse mudado esse entendimento posteriormente.

Nos itens 34 e 35 de seu voto, o diretor Pablo Renteria reforçou que a informação divulgada e a sua interpretação pela companhia foram respaldadas por parecer jurídico:

Em vista disso tudo, quer me parecer que o entendimento refletido no Prospecto, quanto à submissão ao disposto no art. 111, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, era legítimo, não se verificando, nesse tocante, qualquer falsidade, ou inexatidão, que revele a negligência por parte da Companhia e do seu DRI na elaboração do documento.

A meu ver, não seria correto, nem justo, avaliar a diligência dos acusados na preparação do Prospecto à luz da decisão ulterior da administração da Companhia de alterar o seu entendimento e passar a sustentar, a partir da assembleia ocorrida em 25.5.2015, que o art. 111, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, era inaplicável à Petrobras.

Embora os fundamentos da decisão da CVM pareçam corretos – pois, acertadamente, a autarquia considerou que a responsabilidade da companhia por violações informacionais é subjetiva, o que demanda uma análise de sua diligência –, o resultado pode não ter sido o mais adequado. O principal fundamento utilizado pela CVM para absolver a companhia ofertante, o intermediário da oferta e seus administradores foi de que a informação contida no prospecto não seria necessariamente incorreta (embora tenha omitido informação a respeito da aplicação do artigo 62 da Lei nº 9.478/1997) e, de qualquer forma, a companhia teria se apoiado em parecer externo.

Não foi dado acesso público ao referido parecer, de modo que se torna impossível determinar se seus termos eram razoáveis. No entanto, dada a natureza da informação omitida – que deveria ser de notório conhecimento da Petrobras, já que o artigo 62 da Lei nº 9.478/1997 é aplicável especificamente a ela – e em função da aparente relevância dessa informação – tendo em vista que os acionistas detentores de ações preferenciais efetivamente

buscaram garantir o seu direito ao voto –, a companhia deveria ter tido cuidado maior com relação à informação, pois ela é legal.

De qualquer forma, a decisão da CVM no processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276 demonstra que: (i) diferentemente do que sustentam alguns autores (vide seção 4.1.2, acima), a companhia pode, de fato, ter a sua própria responsabilidade por falhas informacionais apurada, inclusive em sede administrativa¹⁰⁴²; e (ii) em casos relacionados à responsabilização da companhia por violações do seu dever de informar, a CVM deve analisar a diligência da companhia, de modo a verificar se foi observado o padrão de comportamento diligente alinhado com as práticas do mercado.

A diligência também foi fator relevante na decisão da CVM no PAS CVM nº RJ2013/4328¹⁰⁴³, referente à acusação formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) contra o Banco BTG Pactual S.A. e o BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM, nas qualidades de intermediário líder e administrador de fundo de investimento, respectivamente, com relação a possíveis omissões informacionais em prospecto de oferta pública de distribuição de cotas de fundo de investimento imobiliário.

Também foram acusados um diretor do Banco BTG Pactual S.A. e uma diretora do BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. Segundo a acusação, o prospecto continha informação incorreta sobre o período que cotistas do fundo deveriam observar para exercer o seu direito de preferência. Enquanto o documento informava que cotistas possuíam 10 (dez) dias corridos para exercer seu direito de preferência, o prazo correto seria de 8 (oito) dias, tendo em vista que a liquidação financeira da operação levaria 2 (dois) dias para ser concluída.

O prazo de 10 (dez) dias, no entanto, seria aplicável para a subscrição de novas cotas perante a instituição escrituradora das cotas do fundo. A incorreção da informação foi tida como fato incontroverso, já que os próprios acusados admitiram que os cotistas dispunham, na prática, de apenas 8 (oito) dias para subscrever as novas cotas¹⁰⁴⁴.

¹⁰⁴² É interessante notar que a Petrobras alegou, em sede preliminar, que não poderia ser incluída no polo passivo por impossibilidade de responsabilização da companhia por falhas informacionais. A CVM, no entanto, afastou tal argumento, acolhendo o seguinte fundamento apresentado pelo relator diretor Pablo Renteria: “Não se mostra, contudo, apropriado tal argumento em sede preliminar, uma vez que diz respeito à autoria das supostas infrações apontadas pelo Termo de Acusação, matéria que se confunde com o próprio mérito da acusação. Cuida-se, com efeito, de verificar quem deve responder pelas eventuais irregularidades apuradas” (item 6 do voto do diretor Pablo Renteria proferido no âmbito do processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276).

¹⁰⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/4328. Relator diretor Pablo Renteria. Julgado em 01/09/2015.

¹⁰⁴⁴ Vide item 3 do voto do Diretor Pablo Renteria: “No entanto, no curso da instrução deste Processo, restou incontroverso que o período para o exercício da preferência na subscrição de cotas em ambiente de mercado de bolsa havia se encerrado, em realidade, dois dias antes do divulgado no Prospecto (8.10.2012), tendo em vista o prazo de dois dias, estabelecido no Manual de Procedimentos Operacionais da CBLIC, para a liquidação

No julgamento do caso, a CVM decidiu por unanimidade, nos termos do voto do relator diretor Pablo Renteria, absolver os acusados, com base nos seguintes fundamentos: (i) embora incorreta, a informação não comprometeu a capacidade dos investidores de formar criteriosamente a sua decisão de investimento; (ii) a informação, embora imprecisa e incompleta, não era falsa; e (iii) quando questionados por investidores sobre a inconsistência da informação, os acusados agiram com diligência ao esclarecer adequadamente a informação¹⁰⁴⁵.

É interessante notar ainda que, ao absolver os acusados, muito embora tenha sido demonstrada a falha informacional, a CVM afirmou (nos termos do voto do diretor Pablo Renteria), que a atividade sancionadora da autarquia deveria ser exercida “de modo a desestimular e coibir práticas atentatórias ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, sem produzir, todavia, incentivos adversos para os participantes do mercado”¹⁰⁴⁶.

A decisão, em sua essência, mostra-se alinhada a algumas das conclusões alcançadas nas seções anteriores desta tese, isto é: (i) apenas a informação material (que afete a decisão de investimento) deve justificar a responsabilização do emissor; (ii) a responsabilização pela falha informacional não pode gerar mais custos do que benefícios ao funcionamento eficiente do mercado; e (iii) a diligência dos agentes causadores da falha informacional deve ser analisada. Desse modo, acredita-se que a decisão foi acertada.

Além de guiar a análise da culpa de emissores de valores mobiliários, a diligência figura como parâmetro da conduta de diversos outros participantes do mercado. Por exemplo, a Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, determina, em seu artigo 18, I, que administradores de carteiras de valores mobiliários exerçam suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade com relação a seus clientes. Regra semelhante é imposta aos custodiantes de valores mobiliários, os quais devem exercer as suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade com relação aos interesses dos investidores, segundo dispõe o artigo 13, I, da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021.

Aos corretores de valores mobiliários também se exige a observância da boa-fé, diligência e lealdade com relação aos clientes no exercício de suas funções, conforme artigo 31 da Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021. Exige-se ainda a observância de comportamento diligente, além de probidade, boa-fé e ética profissional, pelo agente

financeira da operação. O prazo anunciado no Prospecto era válido, somente, para a subscrição perante a instituição escrituradora das cotas do Fundo”.

¹⁰⁴⁵ Vide itens 12, 13 e 14 do voto do Diretor Pablo Renteria no processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/4328.

¹⁰⁴⁶ Item 9 do voto do Diretor Pablo Renteria no processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/4328.

autônomo de investimento nas relações com seus clientes e outros participantes do mercado, conforme artigo 15, *caput*, da Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021.

Embora seja assunto pouco explorado nas obras sobre o direito de valores mobiliários e nas decisões da CVM, a diligência é claramente um fator comum ao comportamento que se espera dos diversos agentes que participam do mercado de valores mobiliários. A diligência é aspecto relevante na conduta das próprias pessoas jurídicas, que possuem o seu próprio dever, que se dissocia e pode ser analisado de forma independente do dever de diligência dos seus administradores.

Se a diligência é o fundamento central e comum às regras regulatórias impostas aos diversos participantes do mercado, inclusive emissores de valores mobiliários, sua inobservância caracteriza a culpa do agente que viola a norma a qual está sujeito. Culpa e diligência, portanto, são conceitos que se inter-relacionam e que devem ser analisados em conjunto para determinar se a companhia cometeu ato ilícito ao divulgar informações falsas ou imprecisas ao mercado. Cumpre, portanto, explicar como os dois conceitos se comunicam e os critérios para o seu exame no caso das companhias.

5.3.3 Aferição em concreto da culpa da companhia que viola o seu dever de informar: critérios para caracterizar o desvio do padrão de comportamento esperado

O conceito de culpa era, originalmente, vinculado à ideia de pecado, como falta moral, associada aos impulsos de um indivíduo, de forma que decorria diretamente de aspectos subjetivos do agente¹⁰⁴⁷. Nessa perspectiva, a prova da culpa mostrava-se tarefa árdua, o que acabou por motivar a formulação de diversas hipóteses de presunção de culpa que, ao longo do tempo, consolidaram-se como hipóteses de responsabilidade sem culpa (objetiva)¹⁰⁴⁸, como já visto na seção 4.4.1 *supra*.

Ao mesmo tempo em que a culpa foi sendo afastada como elemento da responsabilidade civil em algumas hipóteses, a sua própria definição foi também se distanciando de visões puramente subjetivas. Nesse contexto, parte da doutrina do direito civil passou a enxergar a culpa como erro de conduta, tornando a sua análise objetiva, a partir da definição de um padrão de conduta que o agente deveria observar¹⁰⁴⁹. Desse modo, a “noção

¹⁰⁴⁷ SCHREIBER, Anderson. Novas tendências da responsabilidade civil brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 45-69, 2005. p. 48.

¹⁰⁴⁸ Ibidem. p. 48-49.

¹⁰⁴⁹ CALIXTO, Marcelo Junqueira. **A culpa na responsabilidade civil: estrutura e função**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 11.

psicológica da culpa foi definitivamente abandonada em favor de outra, que designa a culpa como desconformidade a um modelo abstrato de conduta”¹⁰⁵⁰.

A objetivação (ou normatização) da culpa, no entanto, não foi capaz de resolver todos os problemas práticos relacionados à sua demonstração no caso concreto. De nada adianta definir a culpa como erro de conduta sem que se defina qual é a conduta esperada do agente. Em geral, pode-se afirmar que se espera de qualquer pessoa a adoção de uma conduta diligente¹⁰⁵¹, sendo possível sustentar que a diligência constitui o principal alicerce sobre o qual se funda o padrão de conduta almejada em qualquer situação.

Não obstante, a diligência é conceito abstrato, que precisa ser contextualizado conforme as circunstâncias do caso concreto¹⁰⁵². A necessidade de contextualização da diligência a cada situação leva à fragmentação do modelo de conduta, como explica Anderson Schreiber¹⁰⁵³:

Daí a verificar-se, por toda parte, um fenômeno que se poderia designar como fragmentação do modelo de conduta, ou seja, a utilização de parâmetros de conduta específicos e diferenciados para as diversas situações. Ao invés de se recorrer a um genérico e irreal *bonus pater familias*, na avaliação de conduta quer de um médico acusado de erro profissional, quer de uma companhia acusada de divulgar balanços adulterados, o que se tende a adotar são parâmetros específicos (*standards*) de conduta para cada qual destas situações, levando-se em conta, no primeiro caso, os procedimentos médicos habituais, a especialidade do profissional, o Código de Ética Médica e as condições do paciente no momento do tratamento, e, no segundo, as normas gerais de contabilidade, as práticas habituais na elaboração de demonstrações financeiras, o grau de controle da auditoria externa, e assim por diante.

Dentro da acepção objetiva da culpa, desenvolveram-se duas correntes distintas: (i) a da apreciação em abstrato (*in abstracto*), em que se leva em consideração apenas fatores objetivos associados ao padrão de conduta esperado; e (ii) a apreciação em concreto (*in concreto*), que também considera aspectos subjetivos referentes a condutas passadas do agentes¹⁰⁵⁴.

Ainda que distintas, as duas correntes, muitas vezes, aproximam-se, com defensores da apreciação em abstrato da culpa admitindo a consideração de elementos concretos, fazendo com que as discussões passem a ser centradas nos elementos que devem compor o exame da culpa, tais como tempo, lugar, nível de qualificação do agente, dentre outros¹⁰⁵⁵.

¹⁰⁵⁰ SCHREIBER, Anderson. **Novas tendências...** Op. cit. p. 51.

¹⁰⁵¹ CALIXTO, Marcelo Junqueira. Op. cit. p. 11.

¹⁰⁵² Loc. cit.

¹⁰⁵³ SCHREIBER, Anderson. **Novas tendências...** Op. cit. p. 52-53.

¹⁰⁵⁴ CALIXTO, Marcelo Junqueira. Op. cit. p. 13.

¹⁰⁵⁵ Ibidem. p. 16.

Se a diligência passou a ser o ponto focal de análise do comportamento esperado do agente nas mais diversas situações, essa constatação é reforçada no caso de sociedades que conduzem atividade econômica, cujo comportamento deve, indispensavelmente, ser diligente, por meio de decisões tomadas de forma prudente e sensata na busca pelo lucro¹⁰⁵⁶. Não obstante, a diligência da sociedade ou do empresário terá conteúdo distinto em um contexto negocial, em que o lucro é a razão última da sua atuação¹⁰⁵⁷, e em um contexto normativo, de cumprimento de leis e normas regulatórias.

Enquanto a diligência no contexto negocial é mais flexível e subjetiva, pois os riscos e a disponibilidade de informação em cada situação são distintos, a diligência no contexto normativo é mais objetiva, pois não há qualquer flexibilidade na forma ou no resultado do cumprimento da lei pelo empresário – o que, aliás, motivou a distinção pela CVM entre o padrão de análise negocial e normativa da diligência do administrador (conforme já explorado na seção 4.2.3, acima).

Se a culpa é o desvio de conduta e a diligência constitui (de forma genérica) o padrão de conduta esperado da companhia, quais são os critérios que devem guiar a aferição da diligência da companhia no cumprimento de seus deveres legais? Acredita-se que a resposta a essa pergunta passa pela existência e pela efetividade de mecanismos internos que garantam o adequado cumprimento da lei. A questão não é nova, mas é pouco explorada no direito societário. Calixto Salomão Filho e Fábio Konder Comparato descrevem o problema na ótica do poder de controle da seguinte forma¹⁰⁵⁸:

Particularmente, dentro das organizações sociais, é preciso estar atento aos determinantes estruturais que fazem com que indivíduos se comportem de maneira cooperativa ou estratégica. A última forma de comportamento gera particular preocupação em face dos abusos que podem dela decorrer. É preciso, portanto, incentivar o primeiro tipo de atitude, desestimulando o segundo. A análise jurídica do fenômeno do poder dentro da sociedade anônima insere-se dentro dessa linha de preocupações. Se é a organização que estrutura as relações societárias e, portanto, cria e disciplina o poder, ela, e só ela, pode limitá-lo.

De fato, se são as relações societárias internas da companhia que determinam o seu comportamento externo (isto é, perante terceiros), a companhia que possuir organização interna com incentivos ao delito será descumpridora da lei, enquanto aquela que possuir organização interna com incentivos para a observância das regras será cumpridora da lei. Não

¹⁰⁵⁶ FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral...** Op. cit. p. 119-120.

¹⁰⁵⁷ *Ibidem*. p. 57.

¹⁰⁵⁸ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 19.

por outro motivo, Calixto Salomão Filho concluiu, em trabalho no qual explorou o conceito dos controles internos do empresário, que, para “garantir as práticas éticas, é fundamental um regime de controles e pesos e contrapesos internos à sociedade”¹⁰⁵⁹.

O regime de controles internos demandaria não só uma redistribuição de poderes entre o acionista controlador e os administradores, mas também a existência de outros mecanismos com impacto na formação da vontade da pessoa jurídica, como comitês com competências definidas e atribuições que lhes garantam participação efetiva na tomada de decisão¹⁰⁶⁰.

A existência de mecanismos internos, que atuam como freios e contrapesos na formação da vontade empresarial, está no cerne dos programas de integridade, que têm como objetivo, justamente, conciliar o ímpeto do empresário pela busca do lucro com a necessidade de observância das normas. Esses programas, segundo Carla Veríssimo, buscam “evitar a realização de infrações legais e detectar aquelas que, apesar das medidas de prevenção, tenham ocorrido”¹⁰⁶¹. O artigo 41, *caput*, do Decreto nº 8.420/2015, que regulamenta a Lei nº 12.846/2013 (Lei Anticorrupção), estabelece o significado do programa de integridade nos seguintes termos:

Art. 41. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Pela própria definição disposta no referido decreto, os programas de integridade constituem mecanismos de controle interno da sociedade e exercem a função de evitar a ocorrência de desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos. Segundo o Programa de Integridade – Diretrizes para Empresas Privadas, elaborado pela Controladoria-Geral da União¹⁰⁶², os programas de integridade têm como foco as medidas anticorrupção adotadas pelas sociedades e apoiam-se em 5 (cinco) pilares: (i) comprometimento e apoio da alta direção; (ii) existência de uma instância responsável pelo programa de integridade; (iii)

¹⁰⁵⁹ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 139.

¹⁰⁶⁰ *Ibidem*. p. 141-142.

¹⁰⁶¹ VERÍSSIMO, Carla. **Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 276.

¹⁰⁶² CONTROLADORIA-GERAL DA UNIÃO. **Programa de Integridade – Diretrizes para Empresas Privadas**. Disponível em: <https://www.gov.br/cgu/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/integridade/arquivos/programa-de-integridade-diretrizes-para-empresas-privadas.pdf>. Acesso em 28/04/2021. p. 6-7.

análise de perfil e riscos da sociedade; (iv) estruturação de regras e instrumentos adequados; e (v) emprego de estratégias de monitoramento contínuo.

A importância dos mecanismos internos, no entanto, não se limita apenas às questões de conformidade com as leis anticorrupção, mas relaciona-se com a diligência da companhia no cumprimento dos seus deveres legais de uma forma mais geral. A esse respeito, Carla Veríssimo faz alusão ao Guia para Empresários Multinacionais da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que ressalta a relação entre os mecanismos internos de controle e a diligência dos empresários¹⁰⁶³.

Segundo o guia, a devida diligência (*due diligence*) seria o processo pelo qual os empresários poderiam “identificar, prevenir, mitigar e prestar contas sobre como abordam os seus efetivos ou potenciais impactos adversos como parte integral do seu processo de tomada de decisão e sistema de gerenciamento de riscos”¹⁰⁶⁴.

A relevância dos controles internos como instrumentos de conformação do comportamento empresarial foi realçada no âmbito da Lei nº 13.303/2016, conhecida como Lei das Estatais. O artigo 6º da referida lei, por exemplo, estabelece que o estatuto da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias deve observar práticas de gestão de riscos e de controle interno.

O artigo 9º, § 2º, determina que a área responsável pela verificação de cumprimento de obrigações e de gestão de riscos deve ser vinculada ao diretor-presidente e liderada por diretor estatutário, cabendo ao estatuto social prever as atribuições da área, bem como estabelecer mecanismos que assegurem atuação independente.

Ademais, nas empresas públicas e sociedades de economia mista, exige-se o funcionamento de um Comitê de Auditoria Estatutário, órgão auxiliar do Conselho de Administração ao qual deve se reportar diretamente, com competência para monitorar a qualidade e a integridade dos mecanismos de controle interno, conforme art. 24, § 1º, IV, Lei nº 13.303/2016.

A efetividade dos mecanismos internos da companhia tem sido objeto de discussão em casos relacionados à conduta de administradores. Como noticiam Paulo Vieira e Lucas Hermeto, os recentes escândalos empresariais ocorridos no Brasil (associados a denúncias de

¹⁰⁶³ VERÍSSIMO, Carla. Op. cit. p. 275-276.

¹⁰⁶⁴ No original em inglês: “For the purposes of the Guidelines, due diligence is understood as the process through which enterprises can identify, prevent, mitigate and account for how they address their actual and potential adverse impacts as an integral part of business decision-making and risk management systems” (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Guidelines for Multinational Enterprises**. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>. Acesso em 15 de março de 2021. p. 23).

corrupção envolvendo empresários, como nos casos do “*Mensalão*” e do “*Petrolão*”) e também em outros países, como os Estados Unidos (associados a crises do mercado, como a de 2008) geraram, por um lado, a percepção de que era necessária a implementação de sistemas mais robustos de controle no âmbito das sociedades empresárias e, de outro, a proliferação de denúncias genéricas contra administradores, sem individualização de sua conduta ou fundamentação adequada para a sua responsabilização solidária¹⁰⁶⁵.

Segundo os autores, o modelo de aferição da responsabilidade de administradores deveria incorporar um novo fator, que seria “a existência e a adequação dos sistemas de controle de riscos, cuja manutenção atualmente se entende como um dos deveres da administração”¹⁰⁶⁶. Nesse cenário, o administrador deveria ser responsável não só no caso de ter ignorado alertas sobre irregularidades (“*red flags*”), mas também por não ter se certificado sobre a existência de mecanismos internos capazes de detectar irregularidades dentro da sua esfera de atuação¹⁰⁶⁷. Como exemplo da aplicação desse novo modelo, os autores citam¹⁰⁶⁸ o PAS CVM nº 18/08¹⁰⁶⁹.

No referido caso, a CVM examinou acusação da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra membros do conselho de administração e diretores da Sadia S.A. por descumprimento de dever de diligência, em função de perdas milionárias sofridas pela companhia como consequência de operações de câmbio (*hedge*) supostamente praticadas em desconformidade com políticas internas. Em suas defesas, os membros do conselho de administração alegaram que não receberam alertas (“*red flags*”) sobre as operações cambiais e, portanto, não teriam tido condições de impedir a sua realização.

De acordo com a CVM, o desconhecimento de alertas não seria suficiente para afastar a responsabilidade dos membros do conselho de administração se não houvesse demonstração de que os administradores buscaram se certificar de que os mecanismos internos de controle seriam adequados para detectar possíveis irregularidades.

Como afirmado pelo relator do caso, “[c]ai por terra, sob essa ótica, a alegada ausência de *red flags*, que permitissem que o CA tivesse ciência do risco que as operações

¹⁰⁶⁵ VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha no monitoramento de riscos: a doutrina do “Red Flag” e o papel dos sistemas de controle. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 207-212.

¹⁰⁶⁶ Ibidem. p. 207.

¹⁰⁶⁷ Ibidem. p. 214-218.

¹⁰⁶⁸ Loc. cit.

¹⁰⁶⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 18/08. Relator diretor Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 14/12/2010.

apresentavam à companhia”, pois os membros do conselho de administração “deveriam ter se informado sobre o fluxo dos seus sistemas de controle. Perceberiam, com isso, que os *red flags*, mesmo quando disparados, não chegariam ao seu conhecimento – como, de fato, ocorreu”¹⁰⁷⁰. Com base nesse argumento, a CVM, por maioria¹⁰⁷¹, condenou os membros do conselho de administração ao pagamento de multa pecuniária no valor individual de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

Trata-se de decisão coerente com o conteúdo dogmático do dever de diligência de administradores, que possui, como alguns de seus deveres secundários, o dever de vigiar e de manter-se vigilante. Desse modo, eventual falha dos administradores em assegurar a existência de mecanismos internos de controle capazes de detectar possíveis inconformidades no âmbito da organização empresarial caracterizaria omissão incompatível com o dever de diligência disposto no artigo 153 da Lei nº 6.404/1976.

Superada a visão de que o administrador poderia se isentar de culpa simplesmente por não ter recebido alertas suficientes sobre determinada irregularidade, cria-se uma obrigação de instituir-se “controles sobre controles”, “que atribuam impessoalidade e que façam com que a eficiência do sistema não seja comprometida por eventuais falhas individuais”¹⁰⁷².

Deve-se reconhecer que o novo padrão de aferição da culpa do administrador gera reflexos na análise da culpa da própria companhia, na medida em que, como já mencionado, a ausência de mecanismos internos de controle poderá resultar em comportamento delituoso da pessoa jurídica perante terceiros. É na interseção entre os controles internos e o comportamento externo da companhia que é possível identificar a diligência (ou a ausência de diligência) da própria sociedade. Confirma-se, a esse respeito, a lição de Rachel Sztajn e Andrea F. Andrezo¹⁰⁷³:

Portanto, a observância de princípios éticos no relacionamento entre agentes, tanto no plano interno quanto no externo, é o eixo para a modelagem de regras de *compliance*. Isso facilita avaliar os riscos e sua mitigação e, de certa forma, abrange a governança corporativa na medida em que órgãos de fiscalização e controle também se submetem a esses princípios éticos. O alinhamento dos diferentes interesses – acionistas e administradores de um lado e outros *stakeholders* de outro – fica no campo da governança, que avalia a isonomia de tratamento entre acionistas e administradores e a responsabilidade da pessoa jurídica perante terceiros, o que faz

¹⁰⁷⁰ Vide item 47 do voto do Relator diretor Alessandro Broedel Lopes no processo administrativo sancionador CVM nº 18/08.

¹⁰⁷¹ A única divergência, manifestada pelo diretor Eli Loria, referiu-se à dosimetria das penas aplicadas.

¹⁰⁷² VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Op. cit. p. 217.

¹⁰⁷³ SZTAJN, Rachel; ANDREZO, Andrea F. Compliance e controles internos: Brasil vs. EUA. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 226-227.

da transparência da tomada de decisões fator primordial no estabelecimento desse diálogo.

Assim como no Brasil, a questão dos mecanismos internos das companhias não foi ignorada pelo direito norte-americano. No caso Caremark¹⁰⁷⁴, o Tribunal de Delaware julgou demanda em que se discutia a responsabilidade de membros do conselho de administração no âmbito da companhia Caremark International, Inc., em função de infrações recorrentes cometidas por ela. Tais infrações referiam-se à prática de realizar pagamentos a médicos que recomendassem aos seus pacientes produtos e tratamentos comercializados pela Caremark, visto que os pagamentos seriam potencialmente ilícitos nos termos da Lei Contra Pagamento de Comissões (“*Anti-Referral Payments Law*”).

Embora a companhia possuísse políticas para evitar pagamentos irregulares, comissões foram pagas a médicos por vários anos, até que, em 1994, a companhia e dois de seus diretores foram condenados por violações da referida lei. Como consequência desta condenação, acionistas ajuizaram, em nome da companhia, ação de responsabilidade contra os membros do conselho de administração (“*derivative suit*”). Não obstante o caso ter terminado em acordo, o Tribunal de Delaware entendeu adequado proferir sentença para fornecer critérios sobre a responsabilidade de membros do conselho de administração na hipótese de infrações recorrentes cometidas no âmbito da companhia.

A decisão sugere que as ações de responsabilização de membros do conselho de administração podem ser divididas em dois grandes grupos. No primeiro grupo, estariam as ações referentes a falhas dos administradores na tomada de decisão. Nesses casos, a responsabilidade do membro do conselho de administração poderia decorrer de dois fundamentos: (i) decisões tomadas pelo administrador com base em assessoramento deficiente ou com negligência; e (ii) prejuízos que, caso o administrador tivesse agido com cuidado, poderiam ter sido evitados. Nessas situações, a responsabilidade do membro do conselho de administração seria afastada se fosse demonstrado que agiu de boa-fé e de acordo com um procedimento racional de tomada de decisão.

No segundo grupo, estariam as ações que imputam ao membro do conselho de administração comportamento omissivo na supervisão de operações realizadas no âmbito da companhia. A respeito desse grupo de ações, o Tribunal decidiu que o critério não deveria ser que o membro do conselho de administração somente teria responsabilidade caso não

¹⁰⁷⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Delaware Court of Chancery. Ação civil (*Civil Action*) nº 13670, relator William T. Allen, julgado em 25/09/1996. Referência original: In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

respondesse aos alertas que chegassem ao seu conhecimento. Além de reagir a possíveis sinais de alerta, o administrador teria o dever de buscar assegurar, de boa-fé, a existência de um sistema de informações e reportes dentro da organização empresarial. O descumprimento do dever poderia ensejar a sua responsabilidade.

A decisão do caso criou o que se convencionou chamar de “responsabilidade Caremark” (“*Caremark liability*”), associada ao dever dos administradores (especificamente dos membros do conselho de administração) de garantir que a companhia tenha mecanismos internos para mitigar o risco de atos ilícitos no âmbito da organização empresarial. A responsabilidade *Caremark*, segundo Stephen Bainbridge, seria fundada, essencialmente, em dois deveres: (i) de assegurar que a companhia tenha sistemas razoáveis de informação e reporte interno; e (ii) de responder a alertas (“*red flags*”) que tais sistemas forneçam¹⁰⁷⁵.

Embora a tarefa de revisar todos os casos relevantes da jurisprudência norte-americana em que a “responsabilidade Caremark” tenha sido empregada esteja fora do escopo da presente tese, Stephen Bainbridge fornece um bom exemplo de demanda em que o critério foi utilizado¹⁰⁷⁶, sendo conveniente, para fins ilustrativos, abordá-lo brevemente, especialmente para delimitar o alcance dessa responsabilidade.

Trata-se do caso “*Citigroup*”¹⁰⁷⁷, em que acionistas ajuizaram ação de indenização contra membros do conselho de administração, em nome da companhia (por meio de uma ação derivada, ou “*derivative suit*”), pelo fato de terem permitido o aumento de exposição financeira a dívidas lastreadas em crédito imobiliário (*collateralized debt obligations*, ou “*CDOs*”), gerando relevante prejuízo durante a crise de 2008. Segundo os acionistas, os membros do conselho de administração teriam violado o seu dever de diligência ao não assegurar que a companhia teria mecanismos para impedir a assunção excessiva de riscos.

Na decisão do caso, o Tribunal de Delaware traçou uma distinção entre o caso *Caremark* e o caso *Citigroup*. Enquanto, no primeiro, discutiu-se a falha dos mecanismos internos da companhia para garantir o cumprimento da lei, no segundo, a alegação seria de que os mecanismos internos não eram adequados para mitigar a assunção excessiva de riscos financeiros.

Em função disso, o Tribunal decidiu que não seria adequado aplicar a “responsabilidade *Caremark*” aos membros do conselho de administração do *Citigroup*, pois

¹⁰⁷⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. **Caremark and enterprise risk management**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1364500>. Acesso em 21 de março de 2021. p. 24.

¹⁰⁷⁶ Ibidem. p. 15-20.

¹⁰⁷⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Delaware Court of Chancery. Ação civil (*Civil Action*) nº 3338-CC, Relator William Burton Chandler III, julgado em 24/02/2009. Referência original: In Re *Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

consideraram que a decisão de assumir riscos financeiros excessivos teve caráter negocial e, portanto, estava protegida pela regra da decisão negocial (*business judgment rule*).

Ainda que os casos julgados, acima relatados, digam respeito à responsabilidade dos membros do conselho de administração de garantir a existência de mecanismos internos de controle no âmbito da companhia, tanto no caso do Brasil, como no dos Estados Unidos, entende-se que os princípios neles delineados também servem para definir a responsabilidade da própria companhia perante terceiros. Especificamente no caso da divulgação de informações, a existência de controles internos pode ser fator relevante para que uma companhia busque, de forma diligente, cumprir com o seu dever de informar.

A esse respeito, Rachel Sztjan e Andrea F. Andrezo destacam que as companhias devem fornecer, em seus Formulários de Referência (documento de divulgação periódica obrigatória), uma descrição dos seus mecanismos de gerenciamento de riscos e controles internos, inclusive com a indicação das estruturas organizacionais envolvidas e as pessoas responsáveis por assegurar a sua eficácia¹⁰⁷⁸. Ressaltam, ainda, que a Superintendência de Relações com Empresas, por meio de Ofício Circular divulgado anualmente, estabelece recomendações para as companhias a respeito de suas políticas de divulgação de informações¹⁰⁷⁹.

A elaboração e a adoção de uma política de divulgação de informações são exigências determinadas pelo artigo 17, *caput*, da Resolução CVM nº 44/2021¹⁰⁸⁰. A exigência legal, contudo, abrange apenas a divulgação de fatos relevantes, e não de informações periódicas¹⁰⁸¹. Cabe às companhias, portanto, definir se suas políticas de divulgação abrangerão apenas os fatos relevantes ou se também devem abranger as informações periódicas divulgadas ao mercado de tempos em tempos.

A restrição da obrigatoriedade da política de divulgação aos fatos relevantes possui reflexos nas recomendações que a Superintendência de Relações com Empresas fornece com relação ao seu conteúdo. Nos termos do Ofício Circular nº CVM/SEP 01/21, de 26 de fevereiro de 2021, a política de divulgação deve prever mecanismos para classificar as informações em ordem de relevância, bem como para determinar o momento, a forma e os

¹⁰⁷⁸ SZTAJN, Rachel; ANDREZO, Andrea F. Op. cit. p. 229.

¹⁰⁷⁹ Ibidem. p. 233.

¹⁰⁸⁰ “Art. 17. A companhia aberta deve, por deliberação do conselho de administração, adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando, no mínimo, o canal ou os canais de comunicação que utiliza para disseminar informações sobre atos e fatos relevantes nos termos do art. 3º, § 4º, e os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas”.

¹⁰⁸¹ “Dessa forma, nota-se que as regras da CVM referentes a controles internos para divulgação de informações focam primordialmente em fatos relevantes” (SZTAJN, Rachel; ANDREZO, Andrea F. Op. cit. p. 234).

meios de divulgação das informações e os casos excepcionais que justificam a manutenção do seu sigilo¹⁰⁸².

Fora isso, o documento também fornece diversas outras recomendações, sugerindo que a política de divulgação: (i) descreva as obrigações do DRI; (ii) defina procedimentos para os casos em que a divulgação deva ocorrer durante o pregão; (iii) preveja planos de contingência para o caso de vazamento de informações; (iv) crie mecanismos para identificar pessoas que tenham acesso a informações confidenciais; (v) disponha sobre obrigações de acionistas, administradores e pessoas vinculadas à companhia para comunicar prontamente ao DRI qualquer informação relevante a que tenham acesso; (vi) estabeleça procedimentos para dirimir dúvidas sobre a relevância de informações; e (vii) imponha responsabilidade para o caso de descumprimento da política de divulgação¹⁰⁸³.

Embora as recomendações definam o conteúdo mínimo que uma política de divulgação deva prever para cumprir o artigo 17 da Resolução CVM nº 44/2021, entende-se que, para poder demonstrar a sua diligência, a companhia deve possuir mecanismos de controle e tratamento de informações mais amplos que o mínimo exigido pelo regulador.

Como visto no PAS nº RJ2015/10276 (caso Petrobrás, analisado na seção 5.3.2 acima), falhas informacionais podem ocorrer também em prospectos de ofertas públicas e formulários de referência, os quais não estariam abrangidos em uma política de divulgação que endereçasse apenas fatos relevantes. Desse modo, para que a companhia possa alegar ter sido diligente no tratamento de informações divulgadas ao mercado no âmbito de ofertas públicas e divulgações periódicas, é preciso que seus mecanismos e controles internos busquem assegurar a veracidade e clareza das informações divulgadas também por esses meios, não apenas nos fatos relevantes.

Em síntese, na análise da culpa da companhia no caso de violação do seu dever de informar, é preciso verificar se houve conduta que se desvia do padrão de comportamento diligente esperado. A aferição da culpa a partir de critérios subjetivos, psicológicos, é incompatível com o exame do comportamento da pessoa jurídica. Cumpre, portanto, realizar uma análise normativa (objetiva) da culpa, o que implica, por consequência, a necessidade de se aferir a diligência também sob um aspecto objetivo, como padrão de comportamento esperado.

¹⁰⁸² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Circular CVM/SEP 01/21**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0121.html>. Acesso em 21 de março de 2021. p. 101.

¹⁰⁸³ Ibidem. p. 102.

No caso das companhias, o seu padrão de comportamento quanto ao cumprimento da lei dependerá da existência de mecanismos internos que gerem incentivos à conformidade legal (ideia estreitamente associada ao conceito de “*compliance*”) e forneçam alertas (“*red flags*”) aos administradores no caso de violações à lei. Na ausência de mecanismos internos de controle, a companhia não terá subsídios suficientes para demonstrar ter adotado todas as medidas necessárias para evitar que suas atividades gerassem danos a terceiros.

Nesse caso, a companhia poderá ser responsabilizada civilmente por danos que tenha causado a terceiros por meio de conduta antijurídica, sem prejuízo de, por decisão da assembleia geral (artigo 159, *caput*, da Lei nº 6.404/1976), a companhia exigir reparação de seus administradores por terem falhado em instituir mecanismos de controle interno adequados.

5.3.4 Diligência, controle da informação e imputação de conhecimento à companhia

Um dos pontos mais desafiadores no exame de eventual violação de dever de informar pela companhia é determinar se ela tinha (ou deveria ter), de fato, conhecimento da informação correta. Se a companhia deixa de divulgar (ou divulga de forma incompleta) uma informação ao mercado sem que lhe seja atribuível culpa pela insuficiência informacional, a responsabilidade civil será afastada. Se, por outro lado, a companhia omite informações às quais tinha acesso sem que tal omissão possua fundamento em alguma obrigação ou direito de sigilo¹⁰⁸⁴, será possível imputar-lhe responsabilidade civil.

Nesse contexto, faz-se necessário definir o melhor critério para estabelecer as situações em que uma companhia tem conhecimento de uma informação. Em linha com o que se expôs na seção anterior acerca da diligência da companhia, acredita-se que a imputação de conhecimento a ela deve se basear na estrutura de seus controles internos.

Em trabalho sobre a imputação de conhecimento às sociedades, José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves desenvolveram a tese de que a sociedade deve se organizar internamente de modo a assegurar que as informações relevantes obtidas por qualquer pessoa relacionada à pessoa jurídica (empregados, colaboradores, prepostos etc.) cheguem ao

¹⁰⁸⁴ Como seria o caso, por exemplo, de a divulgação pôr em risco interesse legítimo da companhia, conforme artigo 157, § 5º, da Lei nº 6.404/1976 e artigo 6º, *caput*, da Resolução CVM nº 44/2021 (equivalente ao artigo 6º, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002).

conhecimento da pessoa responsável por cumprir a norma com base na informação em questão¹⁰⁸⁵.

Caso a sociedade não tome esse cuidado, organizando-se de forma inadequada, eventual falha em cumprir uma norma em função do tratamento inadequado da informação poderia gerar a responsabilização da sociedade, já que, caso tivesse adotado postura oposta, a sociedade teria conhecimento da informação relevante. A obrigação de organizar-se adequadamente estaria associada à existência de um risco de organização, que deve ser assumido pela sociedade e não por terceiros¹⁰⁸⁶:

O risco de organização (*Organisationsrisiko*), concretizado num risco de inadequado tratamento interno da informação, corre por conta da sociedade. Desta forma, o conhecimento é-lhe imputado quando a organização dispunha da informação relevante que, através da adoção de adequados sistemas de informação – enquanto complexos normativos orgânico-procedimentais internos da sociedade dirigidos à garantia de adequados fluxos internos de informação – poderia ser colocada à disposição daquele que é chamado ao cumprimento.

Em outras palavras, o conhecimento de uma informação será imputável à sociedade nas hipóteses em que uma organização adequada fizer com que a informação chegue ao conhecimento das pessoas incumbidas da tarefa de reagir a ela¹⁰⁸⁷. A teoria do risco da organização não pode ser interpretada como uma tentativa de objetivar a responsabilidade civil da companhia.

José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, a esse respeito, esclarecem que a imputação objetiva de conhecimento à sociedade não se justifica¹⁰⁸⁸. A inadequação da organização interna da sociedade no controle de informações, quando gere dano a outrem, caracterizaria ato ilícito, decorrente da violação de um dever de cuidado no tráfego comercial¹⁰⁸⁹.

O entendimento de José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves alinha-se com o que foi defendido até aqui nesta tese: a companhia deve possuir controles internos que assegurem o tratamento adequado das informações relevantes a serem divulgadas ao mercado. Os

¹⁰⁸⁵ GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. **A imputação de conhecimento às sociedades comerciais**. Coimbra: Almedina, 2018. p. 86.

¹⁰⁸⁶ Ibidem. p. 86-87.

¹⁰⁸⁷ Ibidem. p. 87.

¹⁰⁸⁸ Ibidem. p. 98.

¹⁰⁸⁹ “Nos termos sustentados, o fundamento da imputação do conhecimento reside nos imperativos de proteção do tráfego e nos deveres de adequada organização dos fluxos de informação no seio da sociedade, com aqueles relacionados. Pode portanto verificar-se, no caso, um ato ilícito: a violação de deveres no tráfego. Porém, estes deveres, quando existam, são imputáveis apenas à sociedade e só por esta são suscetíveis de violação, em modo coletivo, por falha na sua organização. Não são imputados aos seus agentes que, em cada caso, adquirem e/ou circulam a informação” (Ibidem. p. 103).

controles devem, além de garantir a precisão das informações, fazer com que as informações relevantes cheguem ao conhecimento daqueles que têm o dever de promover a sua divulgação (DRI, no caso de informações que constituam fato relevante; diretor financeiro, no caso de informações financeiras ou contábeis; DRI e diretor presidente, no caso de informações que devam ser incluídas no Formulário de Referência, e assim por diante).

Ainda que de forma indireta, a Resolução CVM nº 44/2021 parece ter adotado a premissa de que a companhia deve possuir mecanismos para fazer com que as informações relevantes alcancem a pessoa responsável por sua divulgação (no caso, o DRI, já que a referida instrução diz respeito especificamente a fatos relevantes). O artigo 3º, § 1º, da Resolução CVM nº 44/2021 determina que os “acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária” têm a obrigação de comunicar ato ou fato relevante do qual tenham conhecimento ao DRI, para que seja realizada a sua divulgação. O § 2º do mesmo dispositivo determina que qualquer dessas pessoas que tenha conhecimento de fato relevante deve comunicá-lo imediatamente à CVM no caso de omissão do DRI.

Embora a Resolução CVM nº 44/2021 não preveja expressamente, é razoável afirmar que a companhia tem a obrigação de instituir mecanismos e controles para garantir que as pessoas de posse de informação relevante as transmitam ao DRI, para que o diretor realize a sua divulgação. Trata-se de um dever de cuidado que um emissor de valores mobiliários deve observar ao atrair a poupança para o financiamento de suas atividades.

Caso contrário, a companhia e o seu DRI poderiam eximir-se de culpa com base em eventual falha individual de pessoas que fazem parte de sua organização, o que não seria solução adequada à luz do objetivo legal de assegurar o funcionamento eficiente do mercado, que depende, como já visto nas seções 2.1, 2.2 e 2.3 *supra*, do adequado fluxo e divulgação de informações.

A mesma conclusão tem pertinência com relação a outras informações que devem ser divulgadas pela companhia em seu formulário de referência, demonstrações financeiras, prospectos, documentos de ofertas e outros materiais de divulgação. Os controles internos da companhia devem assegurar que as pessoas responsáveis pela confecção desses materiais tenham conhecimento e acesso às informações relevantes que devem ser divulgadas por meio deles.

Caso os controles internos sejam adequados, eventual falha na divulgação da informação pode ser escusável, visto que a companhia, não obstante ter violado o seu dever de informar, agiu sem culpa, adotando a diligência necessária. Caso, no entanto, a companhia

deixe de divulgar informação ou realize a sua divulgação de forma imprecisa por desconhecer fato que teria tido conhecimento se possuísse controles internos adequados, a violação do dever de informar poderá resultar na sua responsabilização civil, em função da inobservância do seu dever de diligência na gestão da informação.

5.4 Critérios para a configuração do nexu causal

O nexu causal é tido por muitos como o elemento mais desafiador da responsabilidade civil, em função das dificuldades teóricas e práticas associadas à identificação da causa de um dano¹⁰⁹⁰. Não obstante as dificuldades, o nexu causal é aspecto essencial para a existência do dever de indenizar, de modo que se torna indispensável que “se estabeleça uma interligação entre a ofensa à norma e o prejuízo sofrido”¹⁰⁹¹. No caso dos danos causados por violações do dever de informar da companhia, a questão do nexu causal torna-se ainda mais desafiadora, em razão da sensibilidade da cotação dos valores mobiliários a informações públicas. A presente seção buscará estabelecer a teoria mais adequada para a definição do nexu causal entre a falha informacional da companhia e o dano sofrido pelo investidor, bem como os critérios para determinar a sua extensão.

5.4.1 Nexu causal e concausas na oscilação de preços de valores mobiliários

Para fins de responsabilização da companhia por fornecimento de informações divulgadas no prospecto, o investidor deve demonstrar não só que a informação falsa ou imprecisa poderia causar dano ao induzi-lo a erro, como também que, naquela situação concreta, foi de fato a causa do dano sofrido¹⁰⁹². É preciso, assim, estabelecer o nexu causal.

O nexu causal é um dos elementos essenciais da responsabilidade civil, sendo o vínculo entre a conduta culposa e o resultado¹⁰⁹³. Trata-se de uma relação de causa e efeito, que conecta determinada ação ou omissão ao dano¹⁰⁹⁴. O nexu causal possui grande importância no exame da responsabilidade civil, pois exerce uma dupla função: determinar

¹⁰⁹⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 105. MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. 4. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1949. v. 2. p. 347.

¹⁰⁹¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 105.

¹⁰⁹² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 413.

¹⁰⁹³ STOCO, Rui. Op. cit. p. 203. MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique...** op. cit. p. 343.

¹⁰⁹⁴ GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 79.

quem é responsável por um resultado danoso e verificar a extensão do dano a ser indenizado¹⁰⁹⁵.

Estabelecer o nexo causal no caso concreto não é tarefa simples, já que envolve tanto problemas conceituais, como práticos¹⁰⁹⁶. É preciso ter clareza sobre quais são os critérios a serem utilizados para definir o nexo causal e como aplicá-los no caso concreto.

A complexidade da questão do nexo causal advém, principalmente, de dificuldades de sua prova e da possível existência de causalidade múltipla¹⁰⁹⁷. Além disso, o Código Civil trata do nexo causal de forma inadequada por meio do artigo 403, que não oferece critérios claros para o tratamento do tema e é mal localizado, tendo sido inserido no título sobre inadimplemento de obrigações¹⁰⁹⁸.

No caso da responsabilidade civil por violações do dever de informar, há duas questões que podem tornar a definição do nexo de causalidade desafiadora. Uma é determinar se o investidor tomou a sua decisão de investimento com base na informação falsa ou imprecisa divulgada pela companhia, ou se ele teria tomado a mesma decisão ainda que tivesse conhecimento da informação correta¹⁰⁹⁹. A segunda questão é a possibilidade de que a oscilação do preço não tenha sido causada pela informação enganosa, mas sim por outro fato (como fatores de mercado não relacionados à divulgação da companhia)¹¹⁰⁰.

Esses não são problemas novos para o direito civil, pois muitas das dificuldades encontradas pela doutrina civilista com relação ao nexo causal são, em geral, referentes à demonstração da capacidade de um fato gerar determinado resultado e à identificação da causa no caso de múltiplas causas que tenham contribuído para um mesmo dano¹¹⁰¹.

No caso de coparticipação de causas para a produção do dano, elas podem ser: (i) complementares, quando duas ou mais causas concorrem para a produção de resultado danoso que, isoladamente, não teriam eficácia para causar; (ii) cumulativas, também chamadas de concorrentes, quando cada uma das causas teria sido suficiente para a produção do resultado; ou (iii) alternativas, quando não for possível determinar, com precisão, qual dos vários participantes de um certo ato causou o dano¹¹⁰².

¹⁰⁹⁵ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal na responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 22. No mesmo sentido: TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 85.

¹⁰⁹⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 105.

¹⁰⁹⁷ Ibidem. p. 106.

¹⁰⁹⁸ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 20-21.

¹⁰⁹⁹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 415.

¹¹⁰⁰ Loc. cit.

¹¹⁰¹ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 27. No mesmo sentido: STOCO, Rui. Op. cit. p. 204.

¹¹⁰² GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 28-31.

Tanto no caso de causas complementares, como de cumulativas, a ocorrência das causas pode se dar de forma simultânea ou sucessiva, sendo que as causas sucessivas geram ainda a dificuldade de se verificar eventual interrupção do nexo de causalidade¹¹⁰³.

Há também a possibilidade de que as diferentes causas sejam imputadas a autores diferentes, que uma das causas não possa ser atribuída a qualquer pessoa (como na hipótese de caso fortuito) ou que tenha havido um concurso de pessoas para a ocorrência de uma ou mais causas¹¹⁰⁴.

Em todas essas situações, a determinação do nexo causal depende da identificação da causa mais eficiente para a produção do dano¹¹⁰⁵. Para isso, foram desenvolvidas teorias que buscam definir o nexo causal, que podem ser divididas entre teoria generalizadora, que seria a teoria da equivalência dos antecedentes causais, e teorias individualizadoras, que englobam, dentre outras, a teoria da causalidade adequada e a teoria do dano direto e imediato¹¹⁰⁶.

A teoria da equivalência dos antecedentes causais foi desenvolvida no âmbito do Direito Penal, centrando-se na ideia de que se constitui como causa qualquer condição da qual tenha dependido a produção de determinado resultado, sem distinção sobre qual causa foi mais próxima ou mais importante com relação ao resultado¹¹⁰⁷, partindo-se do pressuposto de que todas as causas se equivalem¹¹⁰⁸.

A teoria favorece a vítima do dano, na medida em que simplifica a demonstração do nexo causal¹¹⁰⁹. Por outro lado, a teoria não leva em consideração qual causa foi preponderante na produção do resultado, de modo que qualquer pessoa inserida na linha causal pode ser considerada causadora do dano, permitindo-se sucessivos direitos de regresso¹¹¹⁰. Não obstante a sua simplicidade de aplicação e maior probabilidade de permitir a reparação da vítima, a teoria pode conduzir a exageros e soluções injustas, o que deu ensejo à criação de outras teorias que buscam individualizar a causa¹¹¹¹.

¹¹⁰³ Loc. cit.

¹¹⁰⁴ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 558.

¹¹⁰⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 108.

¹¹⁰⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 34-35.

¹¹⁰⁷ Ibidem. p. 35-37.

¹¹⁰⁸ “À luz da teoria da equivalência dos antecedentes causais, todas as condições se equivalem, isto é, torna-se despicendo averiguar a maior ou menor distância entre a conduta do agente e os efeitos, pois toda a condição se converte em uma causa, por mais remota que seja a sua correlação com o dano” (FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 561).

¹¹⁰⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 108.

¹¹¹⁰ STOCO, Rui. Op. cit. p. 205.

¹¹¹¹ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 46-52.

Pela teoria da causalidade adequada, a causa é o antecedente não só necessário, como também adequado à produção do resultado¹¹¹². Procura-se definir o nexo causal em função da possibilidade ou da probabilidade de geração de determinado resultado, à luz da experiência comum, por meio de um juízo retrospectivo probabilístico¹¹¹³, buscando-se identificar a causa com maior potencial para produzir o efeito danoso, independentemente de outras circunstâncias que possam ter operado em favor de determinado resultado¹¹¹⁴.

Ao aplicar essa teoria, “o juiz deve retroceder até o momento da ação ou da omissão, com o objetivo precípuo de estabelecer se esta era, ou não, idônea a produzir o dano”¹¹¹⁵. Quanto maior for a probabilidade de que uma determinada causa tenha gerado um dano, mais adequada ela será em comparação com outras concausas¹¹¹⁶. Em função de sua complexidade e imprecisão¹¹¹⁷, a teoria da causa adequada tem sido alvo de críticas, especialmente pela possibilidade de que uma pessoa possa ser responsabilizada civilmente com base em análise probabilística e não na certeza de um dano¹¹¹⁸.

Diante da insuficiência da teoria da equivalência dos antecedentes causais e da teoria da causalidade adequada, formulou-se a teoria da causa necessária e imediata, também chamada de teoria da interrupção do nexo de causalidade¹¹¹⁹, que considera sinônimas as expressões “dano direto” e “dano imediato”, sendo que ambas expressam a ideia de necessidade entre causa e efeito¹¹²⁰. Segundo essa teoria, “o dever de reparar surge quando o evento danoso é efeito necessário de certa causa”¹¹²¹.

Enquanto a teoria da causalidade adequada preceitua um exame abstrato da causa, a teoria da causa necessária e imediata impõe uma análise em concreto do evento causador de um dano, pois, “se várias causas concorrem para o fato danoso, uma deve, *in concreto*, ser a que impõe o dever de ressarcimento”¹¹²². Nesse sentido, a teoria da causa necessária e

¹¹¹² STOCO, Rui. Op. cit. p. 205.

¹¹¹³ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 64. No mesmo sentido, vide Caio Mário: “Em linhas gerais, e sucintas, a teoria pode ser assim resumida: o problema da relação de causalidade é uma questão científica de probabilidade. Dentre os antecedentes do dano, há que destacar aquele que está em condições de necessariamente tê-lo produzido” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 109).

¹¹¹⁴ TEPEDINO, Gustavo. Notas sobre o nexo de causalidade. **Revista Jurídica**, Porto Alegre, v. 296, p. 7-18, 2002. p. 9.

¹¹¹⁵ STOCO, Rui. Op. cit. p. 205.

¹¹¹⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** Op. cit. p. 65.

¹¹¹⁷ Ibidem. p. 79.

¹¹¹⁸ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 565.

¹¹¹⁹ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 89.

¹¹²⁰ TEPEDINO, Gustavo. **Notas sobre o nexo...** Op. cit. p. 10.

¹¹²¹ Loc. cit.

¹¹²² PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 110.

imediate possui a vantagem de dispensar o recurso a conceitos como probabilidade e normalidade¹¹²³.

Conforme explica Gustavo Tepedino, a tendência de fixar o nexo de causalidade a partir da necessariedade da causa foi incorporada de forma intuitiva pelos tribunais brasileiros, que invocam, alternativamente, as teorias da causalidade adequada, da interrupção do nexo causal e da *conditio sine qua non*, “sempre na busca de um liame de necessariedade entre causa e efeito, de modo que o resultado danoso seja consequência direta do fato lesivo”¹¹²⁴.

A teoria da causa necessária e imediata possui lastro na própria redação do artigo 403 do Código Civil, como explicam Cristian Chaves de Farias, Felipe Peixoto Braga Netto e Nelson Rosenvald¹¹²⁵:

Se interpretarmos literalmente o mencionado dispositivo, encontraremos uma noção singela e bem-acabada de nexo causal sob o ponto de vista pragmático. Qual seja: de todas as condições presentes, só será considerada causa eficiente para o dano aquela que com ele tiver um liame direto e imediato. Todos os danos que se ligarem ao fato do agente de forma indireta e mediata serão excluídos da causalidade.

Embora possa parecer simples e intuitiva, a teoria enfrenta as mesmas dificuldades que as demais nos casos em que há concurso de causas e culpa concorrente¹¹²⁶. No caso de haver causas concorrentes e concomitantes, a teoria busca determinar qual delas foi preponderante na produção do resultado. Caso não seja possível determinar qual foi a mais preponderante, julga-se que as causas foram concorrentes, repartindo-se o dever de indenizar¹¹²⁷. No caso de causas sucessivas, exige-se a demonstração de um vínculo de necessariedade entre o conjunto de causas imputadas e o dano, de modo que a necessariedade entre as concausas e o evento danoso se apresenta como pressuposto indispensável para o dever de reparar¹¹²⁸.

Em função da rigidez da teoria da causa necessária e imediata, formulou-se também a subteoria da necessariedade, que conjuga o disposto no artigo 403 do Código Civil com a ideia de proporcionalidade, admitindo a conexão indireta entre o comportamento do agente e o dano gerado¹¹²⁹. Segundo a vertente da causalidade necessária e imediata, não seria a

¹¹²³ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 565.

¹¹²⁴ TEPEDINO, Gustavo. **Notas sobre o nexo...** Op. cit. p. 11.

¹¹²⁵ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 565.

¹¹²⁶ TEPEDINO, Gustavo. **Notas sobre o nexo...** Op. cit. p. 14.

¹¹²⁷ Ibidem. p. 15.

¹¹²⁸ Ibidem. p. 16.

¹¹²⁹ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 566.

distância temporal entre o ato e o dano que interromperia o nexo causal, mas sim a existência de outra cadeia causal independente¹¹³⁰.

No caso de danos causados a investidores por informações enganosas divulgadas ao mercado, Modesto Carvalhosa já se posicionou favoravelmente à adoção da teoria da causalidade adequada, de modo a verificar se a produção do dano seria consequência provável e previsível da falha informacional¹¹³¹.

Aline de Menezes Santos Aragão, por outro lado, defende que o nexo causal seja aferido em concreto, tendo em vista a sensibilidade do mercado a qualquer tipo de informação¹¹³². Além disso, o mercado é sujeito a flutuações que não são, necessariamente, causadas pela divulgação de informações. Em mercados “aquecidos” (isto é, um mercado com alta frequência de negociação, em um momento de sentimento otimista dos investidores), há tendência de que o preço suba, enquanto que, em mercados em crise, a tendência é que os preços caiam¹¹³³.

Não seria adequado, portanto, admitir qualquer tipo de presunção de que a queda na cotação de um valor mobiliário tenha sido causada por determinada informação¹¹³⁴, devendo-se afastar, da mesma forma, a determinação do nexo causal a partir de uma análise probabilística, em abstrato.

Esta tese adota a teoria da causa necessária e imediata como a mais adequada para o exame do nexo causal entre o dano sofrido pelos investidores e a violação do dever de informar da companhia, sendo ainda a teoria que melhor se compatibiliza com a necessidade de se tutelar o funcionamento eficiente do mercado.

Ao pleitear indenização pelos danos sofridos, o investidor deverá demonstrar que o seu prejuízo foi causado necessária e imediatamente pela falha informacional da companhia. Desse modo, faz-se necessário que o investidor demonstre, concretamente, que tomou a sua decisão com base na informação enganosa divulgada pela companhia e que essa informação, por sua vez, afetou, efetivamente, a cotação dos valores mobiliários em questão.

¹¹³⁰ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 90.

¹¹³¹ CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico...** Op. cit. 43-44.

¹¹³² “Como se sabe, o mercado de valores mobiliários é extremamente sensível a qualquer tipo de informação. O teste mais comum para saber se a falha na informação causou, ou não, prejuízos é o do exame das cotações do valor mobiliário em mercado. De acordo com esse exame, as cotações dos valores mobiliários em questão deveriam experimentar queda no momento em que viesse à tona alguma falha, falsidade ou omissão relevante do prospecto, relativa ao emissor. Essa de cotações corresponderia, assim, ao prejuízo experimentado pelos investidores que adquiriram ações do ofertante com base nas informações falsas” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 249).

¹¹³³ Loc. cit.

¹¹³⁴ Ibidem. p. 250.

A adoção de outras teorias, como a da equivalência dos antecedentes causais ou da causa adequada poderia facilitar, de forma demasiada, a demonstração do nexo causal pelo investidor, já que, em um mercado eficiente, toda informação relevante é capaz de afetar o preço dos valores mobiliários. A demonstração do nexo causal, nesse cenário, não pode ser realizada em abstrato, devendo ser comprovada no caso concreto.

Cumprido notar que a questão da materialidade da informação enganosa e do nexo causal estão intrinsecamente ligados, na medida em que, como visto na seção 3.3 *supra*, apenas a informação material pode afetar a decisão dos investidores e a cotação dos valores mobiliários. Assim, o estabelecimento do nexo causal depende, necessariamente, da demonstração da materialidade da informação¹¹³⁵. A conexão entre os dois fatores foi objeto do caso *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, julgado em 1987¹¹³⁶.

O caso referiu-se ao pedido de indenização por investidores que adquiriram valores mobiliários emitidos pela *Oryx Communications, Inc.* em uma oferta pública. Logo após a oferta, a cotação dos valores mobiliários sofreu forte queda, que os investidores atribuíram à divulgação de informações incorretas em demonstrações financeiras *pro forma* divulgadas pela companhia. A *Oryx* havia considerado, em seus resultados, a receita de uma subsidiária que não havia sido recebida no período coberto pelas demonstrações financeiras.

A incorreção foi posteriormente revelada pela companhia. Segundo investidores, a revelação das informações incorretas causou o declínio do preço dos valores mobiliários após a sua oferta, causando-lhes prejuízo. A companhia, por sua vez, defendeu-se alegando, dentre outras coisas, que o declínio do preço dos seus valores mobiliários não foi causado pela informação incorreta, mas sim por outros fatores.

O fundamento legal da ação foi a Seção 11 da Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*), que impõe responsabilidade a emissores de valores mobiliários no

¹¹³⁵ “Proof of price impact for purposes of analyzing reliance and causation also overlaps with the materiality requirement. The Court has defined material information as information that has a substantial likelihood to be ‘viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available’. Because market prices are a reflection of investors’ trading decisions, information that is relevant to those trading decisions has the capacity to impact stock prices, and similarly, information that does not affect stock prices is arguably immaterial” (FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*. *Texas Law Review*, Austin, v. 96, p. 553-621, 2018. p. 562). Tradução livre: “A prova de impacto no preço para os fins de analisar a confiança do investidor na informação e o nexo causal também se sobrepõe com o requisito da materialidade. Os tribunais definem informação material como a informação que tenha grandes chances de ser ‘vista por um investidor razoável como tendo significativamente alterado o seu ‘conjunto total’ de informações disponíveis. Em função de os preços de mercado serem um reflexo das decisões de investimento dos investidores, informação que é relevante para estas decisões de investimento têm a capacidade de afetar o preço de ações e, do mesmo modo, informação que não afeta os preços é possivelmente não material”.

¹¹³⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação, Relator Thomas Meskill, julgado em 26/01/1987. Referência original: *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, 810 F.2d 336 (2d Cir. 1987).

caso de os documentos de uma oferta pública conterem incorreções ou omissões materiais, gerando para o investidor o direito de receber a diferença entre o preço do valor mobiliário no momento da oferta e o seu preço no momento do ajuizamento da ação.

No julgamento do caso, a Corte de Apelações do 2º Circuito dos Estados Unidos (tribunal com jurisdição sobre os estados de Nova York, Vermont e Connecticut¹¹³⁷) entendeu que a informação incorreta contida nas demonstrações financeiras da *Oryx* não era material, pois havia aviso, no prospecto, de que as receitas advindas da subsidiária da companhia (que foram indevidamente incluídas nas demonstrações financeiras fornecidas na oferta) diminuiriam.

Ademais, a Corte constatou que o preço dos valores mobiliários da *Oryx* subiu dias após a revelação da incorreção das informações do prospecto ao público, demonstrando que o mercado não reagiu de forma clara à revelação da falha informacional. A Corte também levou em consideração estudos apresentados pela *Oryx* demonstrando que, no mesmo período em que a cotação de seus valores mobiliários sofreu queda, a cotação de outros valores mobiliários teria sofrido quedas similares ou superiores, indicando que fatores de mercado poderiam ter contribuído para a perda de valor.

Portanto, em função da ausência de materialidade da informação incorreta contida no prospecto de sua oferta e da reação ambígua do mercado diante da revelação da incorreção, a Corte decidiu que a *Oryx* teve êxito em desconstituir onexo causal.

Admitindo-se que deve haver uma demonstração clara de causalidade entre a falha informacional e o prejuízo do investidor, é preciso estabelecer parâmetros para descartar a hipótese de que outros fatores possam ter afetado a cotação dos valores mobiliários da companhia.

Antes de se abordar esse ponto, no entanto, cumpre reforçar os fundamentos para o afastamento de qualquer forma de presunção da existência de nexo causal. A digressão é necessária, tendo em vista as menções por alguns juristas (exploradas na seção 5.2 acima) a uma possível aplicação da teoria da fraude ao mercado (*fraud-on-the-market theory*), desenvolvida no direito norte-americano e no ordenamento brasileiro, com o fim de permitir a presunção de nexo causal entre a falha informacional e eventual dano sofrido por investidores.

5.4.2 A impossibilidade de presunção de nexo causal

¹¹³⁷ UNITED STATE COURTS OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. **About the court.** Disponível em: https://www.ca2.uscourts.gov/about_the_court.html. Acesso em 14 de agosto de 2021.

Há, na doutrina brasileira, autores que admitem a possibilidade de presunção da existência de nexos causal no caso concreto. A esse respeito, Gabriel Saad Kik Buschinelli¹¹³⁸ sustenta que o juiz pode presumir a existência de nexos causal a partir de um juízo de probabilidade, com base no artigo 335 do antigo Código de Processo Civil (Lei nº 5.869/1973), equivalente ao artigo 375 do atual Código de Processo Civil (Lei nº 13.105/2015). Segundo o dispositivo, o juiz pode aplicar “as regras de experiência comum subministradas pela observação do que ordinariamente acontece e, ainda, as regras de experiência técnica, ressalvado, quanto a estas, o exame pericial”.

Caitlin Sampaio Mulholland também defende a possibilidade de presunção da existência de nexos causal em determinadas situações e fez um dos mais extensos trabalhos sobre o tema, abordando-o em um contexto de transformação na responsabilidade civil e na revisão da ideia de causalidade¹¹³⁹. A autora defende o desenvolvimento de uma terceira via do Direito de Danos, que seria alternativa à responsabilidade civil fundada na culpa (responsabilidade civil subjetiva) e à responsabilidade civil fundada no risco (responsabilidade civil objetiva)¹¹⁴⁰. A terceira via da responsabilidade civil teria seu foco voltado para o nexos causal, construindo uma nova forma de responsabilização “ampliada para alcançar uma hipótese de presunção de responsabilidade, baseada num juízo de causalidade probabilístico”¹¹⁴¹.

Essa nova responsabilidade teria fundamento na concepção da responsabilidade civil voltada à efetivação da dignidade da pessoa humana e do princípio da solidariedade social¹¹⁴². A busca pelo responsável passa a ter importância secundária, privilegiando-se a figura da

¹¹³⁸ “No direito brasileiro, admitem-se as presunções naturais. Com efeito, o art. 335 do Código de Processo Civil [de 1973, equivalente ao artigo 375 do atual Código de Processo Civil] determina que, ‘em falta de normas jurídicas particulares, o juiz aplicará as regras de experiência comum subministradas pela observação do que ordinariamente acontece e ainda as regras da experiência técnica, ressalvado, quanto a esta, o exame pericial’. Para a decisão de investimento, a forma pela qual o investidor poderá se informar é por meio da leitura do prospecto. Dessa forma, considera-se admissível a presunção natural de que o investidor leu o prospecto e de que nele baseou sua decisão de investimento” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 414-415).

¹¹³⁹ MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. **A responsabilidade civil por presunção de causalidade**. Rio de Janeiro: GZ, 2009. p. 281-282.

¹¹⁴⁰ “Propõe-se, a partir desta hipótese, que em determinadas situações danosas – como algumas decorrentes de atividades de risco; as geradas por conta de causalidade alternativa; e as geradoras de danos em massa – seja concedida ao magistrado a faculdade de considerar a configuração de um dever reparatório independentemente da prova estrita da existência de um nexos de causalidade ligando o dano à conduta ou atividade desenvolvida. Haveria assim, e verdadeiramente, um juízo de probabilidade a ser realizado pelo magistrado, admitido em consideração aos princípios informadores do Direito dos Danos atual, decorrentes de princípios constitucionais e objetivando a plena reparação do dano injusto” (Ibidem. p. 282-283).

¹¹⁴¹ Ibidem. p. 282.

¹¹⁴² Ibidem. p. 283.

vítima e do dano sofrido, fazendo com que a responsabilidade civil se torne instrumento para distribuição de riscos inerentes às atividades socialmente aceitas¹¹⁴³.

Nesse novo quadro teórico proposto por Caitlin Sampaio Mulholland, a presunção de causalidade seria estabelecida a partir de inferência sobre o que ocorre em situações semelhantes, comportando um juízo probabilístico¹¹⁴⁴. O nexó causal passa a ser jurídico e não natural, dispensando-se pesquisas de causalidade, que são substituídas por exame com foco “na potencialidade e na probabilidade do risco em relação ao dano”¹¹⁴⁵.

A presunção de causalidade é tema recorrente em decisões sobre a responsabilidade da companhia por falhas informacionais nos Estados Unidos. Firmou-se, no direito norte-americano, com base no caso *Basic, Inc. v. Levinson*¹¹⁴⁶ (cujos detalhes já foram relatados na seção 3.3.1 *supra*), o entendimento de que investidores podem se beneficiar da presunção de que tomaram suas decisões na negociação de valores mobiliários com base nas informações divulgadas pelo seu emissor, a partir da permissa de que o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações públicas a seu respeito.

Essa presunção de causalidade é a base da chamada teoria da “fraude ao mercado”, fundada na ideia de que a divulgação de informações materiais enganosas defrauda todo o mercado, não só os investidores que confiaram na veracidade da informação para tomar as suas decisões de investimento. A esse respeito, a Suprema Corte norte-americana afirmou¹¹⁴⁷:

A teoria da fraude ao mercado é baseada na hipótese de que, em um mercado de valores mobiliários aberto e desenvolvido, o preço das ações de uma companhia é determinado pelas informações materiais disponíveis sobre a companhia e seus negócios. [...] Declarações enganosas, portanto, defraudarão os compradores das ações ainda que os compradores não tenham confiado diretamente nas declarações. [...] A conexão causal entre a fraude dos réus e a compra das ações pelos autores neste caso é tão significativa como em um caso de confiança direta na declaração enganosa fornecida.

¹¹⁴³ Loc. cit.

¹¹⁴⁴ Ibidem. p. 284.

¹¹⁴⁵ Loc. cit.

¹¹⁴⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

¹¹⁴⁷ Tradução livre do original em inglês: “The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. [...] The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations” (ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 241-242).

Conforme exposto na seção 5.2 *supra*, alguns autores brasileiros confundem a teoria da fraude ao mercado com uma presunção ampla de existência denexo causal em ações de indenização movidas por investidores contra companhias em função de divulgação de informações falsas ou imprecisas.

Na verdade, já se explicou, na seção 5.2, que a regra formulada em *Basic, Inc. v. Levinson* refere-se à presunção de que investidores confiaram nas informações divulgadas pela companhia para tomar a sua decisão de investimento. Tal presunção se justifica como forma de não inviabilizar a formação da classe de autores no âmbito de uma ação coletiva, já que, caso contrário, cada um dos investidores teria que provar, individualmente e na fase preliminar do processo, que pautou suas decisões nas informações divulgadas pela companhia, o que representaria ônus desproporcional.

A presunção de confiança na informação divulgada pela companhia, conforme propõe a teoria da fraude ao mercado, não implica necessariamente em uma presunção de que eventual prejuízo do investidor tenha sido causado pela divulgação da informação enganosa. Onexo causal entre a conduta da companhia (divulgação de informação enganosa) e a perda do investidor (queda na cotação dos valores mobiliários), chamada de *loss causation*, deve ser demonstrada.

O esclarecimento foi dado pela Suprema Corte norte-americana no caso *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*¹¹⁴⁸, no qual investidores acusaram uma companhia de divulgar diversas informações enganosas para inflar a cotação de seus valores mobiliários.

Os tribunais de 1ª e 2ª instâncias negaram a certificação de classe aos investidores prejudicados, com fundamento no fato de que os autores não teriam demonstrado a existência denexo causal entre as falhas informacionais e o prejuízo alegado. Desse modo, a questão que a Suprema Corte dos Estados Unidos deveria analisar era se seria necessário provar nexo causal para certificar uma classe no contexto de uma ação coletiva.

A Suprema Corte decidiu que o seu entendimento em *Basic, Inc. v. Levinson* foi no sentido de que investidores gozam de presunção relativa de que confiaram nas informações incorretas divulgadas por emissores de valores mobiliários ao tomar a sua decisão (*transaction causation*), mas que essa presunção não se estende ao nexo causal (*loss causation*), devendo os autores provar que a sua perda patrimonial foi causada pela informação enganosa divulgada pela companhia.

¹¹⁴⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09-1403, Relator John Glover Roberts Jr., julgado em 06/06/2011. Referência original: *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011).

Em outras palavras, o investidor goza da presunção de que sua decisão de investimento foi baseada na informação enganosa para fins da formação da classe de autores em uma ação coletiva, mas deve demonstrar, no mérito, que eventual perda patrimonial nessa decisão foi causada pela informação incorreta divulgada pelo emissor do valor mobiliário.

Embora a decisão da Suprema Corte no caso *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.* tenha reafirmado a presunção denexo causal para fins de formação de classe em ações coletivas, conforme decidido em *Basic, Inc. v. Levinson*, a presunção foi, posteriormente, enfraquecida em novo recurso apresentado ao tribunal e decidido no âmbito do caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*¹¹⁴⁹.

Em seu recurso à Suprema Corte, a Halliburton Co. solicitou, entre outros pedidos, que o tribunal se manifestasse sobre a possibilidade de afastamento da presunção de confiança do investidor nas informações divulgadas pela companhia e de existência denexo causal ainda na fase de certificação de classe, diante de evidências de que as informações alegadamente enganosas não afetaram o preço dos valores mobiliários da companhia.

Em essência, a Suprema Corte decidiu que a regra formulada em *Basic, Inc. v. Levinson* e reafirmada em *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, foi de que a presunção de confiança dos investidores nas informações divulgadas ao mercado seria justificável quando fosse demonstrada a existência de divulgação de uma informação enganosa, variação de preço de um valor mobiliário e um mercado eficiente.

A presença desses fatores permitiria inferir (isto é, presumir) que uma informação enganosa causaria impacto no preço de um valor mobiliário negociado em um mercado eficiente. No entanto, a regra não impediria que a companhia produzisse provas diretas refutando a presunção de que o preço do valor mobiliário teria sido impactado por uma informação, sendo que essa prova poderia ser produzida ainda na fase de certificação de classe¹¹⁵⁰.

¹¹⁴⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 13–317, Relator John Glover Roberts Jr., julgado em 23/06/2014. Referência original: *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014).

¹¹⁵⁰ “Price impact is thus an essential precondition for any Rule 10b-5 class action. While *Basic* allows plaintiffs to establish that precondition indirectly, it does not require courts to ignore a defendant's direct, more salient evidence showing that the alleged misrepresentation did not actually affect the stock's market price and, consequently, that the *Basic* presumption does not apply” (ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09–1403, Relator John Glover Roberts Jr., julgado em 06/06/2011. Referência original: *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011)). Tradução livre: “O impacto no preço é uma condição essencial para qualquer ação coletiva ajuizada sob a Regra 10b-5. Ao passo que a decisão em *Basic* permite que autores estabeleçam esta condição de forma indireta, ela não exige que tribunais ignorem a demonstração direta e mais saliente de evidência no sentido de que a alegada informação enganosa não afetou de fato a cotação da ação e, conseqüentemente, que a presunção [de causalidade] de *Basic* não se aplica”.

Como se pode perceber, a presunção da existência de nexos causal preceituada pela “teoria da fraude ao mercado” foi formulada especificamente para evitar que investidores fossem submetidos a um ônus probatório excessivo ainda na fase preliminar de uma ação coletiva de indenização contra uma companhia por violações de seu dever de informar.

Além do escopo específico dentro de um procedimento que não existe no direito brasileiro (certificação de classe de autores no âmbito de uma ação coletiva), a Suprema Corte norte-americana fez ressalvas relevantes à presunção do nexos causal, determinando que ela não se estende à discussão de mérito e pode ser afastada pela companhia ainda na fase preliminar de certificação de classe. Desse modo, não há razão para se adotar, no direito brasileiro, regra similar à teoria da fraude ao mercado.

Também é necessário afastar, nas ações de ressarcimento propostas por investidores contra companhias por violações informacionais, teorias desenvolvidas pela doutrina nacional que pretendam permitir a presunção da existência de nexos causal ou reduzir o ônus de sua demonstração, examinadas na presente seção.

Como exposto na seção 4.5 *supra*, a aplicação de teorias que provoquem a expansão da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar podem gerar dissuasão excessiva, aumentando o custo da captação da poupança de investidores por emissores de valores mobiliários, o que parece incompatível com os objetivos da Lei nº 6.385/1976, especialmente a promoção do funcionamento eficiente do mercado. Reafirma-se, portanto, a necessidade de o investidor demonstrar, em concreto, um relação de causalidade necessária, direta e imediata entre a divulgação da informação enganosa e o prejuízo alegado.

5.4.3 Crerios para demonstração (ou afastamento) do nexos causal: o método dos estudos de evento (*event studies*)

Viu-se, nas seções anteriores, que a visão que melhor compatibiliza a responsabilidade civil da companhia com o funcionamento eficiente do mercado é aquela que exige a demonstração de uma relação de causalidade necessária e imediata entre a violação do dever de informar pela companhia e o prejuízo sofrido pelo investidor.

Exposto de forma mais clara, o investidor tem o ônus de demonstrar que a sua perda patrimonial, decorrente da queda na cotação dos valores mobiliários da companhia, foi causada necessária e imediatamente pela informação imprecisa ou falsa divulgada pela companhia ao mercado e não por qualquer outro fator que possa ter influenciado a cotação dos valores mobiliários.

As teorias fundamentalistas sobre o funcionamento do mercado, exploradas na seção 2.1.2 *supra*, dentre as quais se destaca a hipótese do mercado eficiente, desenvolvida por Eugene Fama, sustentam que o preço dos valores mobiliários reflete todas as informações públicas a seu respeito. Segundo essas teorias, qualquer informação sobre uma companhia, independentemente de ter sido divulgado por ela ou não, pode influenciar a cotação de seus valores mobiliários¹¹⁵¹.

Desse modo, na prática, a demonstração donexo causal entre uma eventual violação informacional pela companhia e a queda na cotação de seus valores mobiliários dependerá de um exercício de exclusão: o investidor deverá provar que a queda na cotação dos valores mobiliários foi causada – de forma necessária e imediata – pela divulgação de informações imprecisas ou falsas pela companhia, com a exclusão da possível influência de quaisquer outras informações que tenham se tornado públicas de forma concomitante.

É evidente que não são apenas as informações divulgadas pelas companhias e demais emissores de valores mobiliários que podem afetar a decisão dos investidores e, por consequência, a cotação de valores mobiliários. Há informações de mercado que também influenciam a decisão de investimento.

Apenas a título de exemplo, na primeira quinzena de março de 2020, as notícias sobre os potenciais impactos econômicos da pandemia do Covid-19, então em seu início, causaram queda generalizada na cotação de valores mobiliários, motivando o acionamento do mecanismo da suspensão das negociações (*circuit breaker*) pela B3 em mais de uma ocasião¹¹⁵².

¹¹⁵¹ “The theory of financial economics adopted by courts for purposes of securities litigation is based on the premise that publicly released information concerning a security’s price will be incorporated into its market price quickly. This premise is known in financial economics as the semi-strong form of the ‘efficient market’ hypothesis,¹¹³ but we will refer to it simply as the efficient market hypothesis. Under the efficient market hypothesis, information that overstates a firm’s value will quickly inflate the firm’s stock price over the level that true conditions warrant. Conversely, information that corrects such inflationary misrepresentations will quickly lead the stock price to fall” (FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. Op. cit. p. 570). Tradução livre: “A teoria da economia financeira adotada pelos tribunais no exame de litígios envolvendo valores mobiliários é baseada na premissa de que a informação pública a respeito do valor mobiliário será incorporada em seu preço de forma rápida. Esta premissa é conhecida na economia financeira como a forma semiforte da hipótese do mercado eficiente, mas vamos nos referir a ela apenas como hipótese do mercado eficiente. Conforme a hipótese do mercado eficiente, informação que superestima o valor de uma companhia irá rapidamente inflar o preço de suas ações, para além do que as qualidades verdadeiras do ativo permitem. Consequentemente, a informação que corrija tal representação inflacionária e enganosa fará com que o preço das ações rapidamente caia”.

¹¹⁵² COSTA, Roberta. Pandemia pressiona mercados; Ibovespa tem “*circuit breaker*” e cai quase 8%. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de março de 2020. Seção de Finanças. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/11/declaracao-de-pandemia-pressiona-mercados-ibovespa-para-com-circuit-breaker.ghtml>. Acesso em: 22 de maio de 2021.

Outro exemplo possível, específico do mercado brasileiro, refere-se ao impacto na cotação de valores mobiliários da divulgação da notícia de que Joesley Batista, cuja família controla uma das maiores companhias abertas brasileiras, a JBS S.A., teria gravado uma de suas conversas com o então Presidente da República, Michel Temer, na qual haveria ilações da prática de crimes pelo Presidente. A queda acentuada na cotação de valores mobiliários e o acionamento, também naquele momento, do mecanismo de suspensão das negociações (*circuit breaker*), fez com que o evento fosse lembrado pejorativamente por investidores brasileiros como “Joesley Day”¹¹⁵³.

Em função da influência de condições e informações de mercado sobre a cotação de valores mobiliários, o investidor que pretender pleitear o ressarcimento de eventuais danos alegadamente causados por uma violação informacional da companhia deve demonstrar que a queda na cotação de seus valores mobiliários não foi causada por outros fatores não relacionados a tal violação.

Para estabelecer onexo causal entre informações e variações na cotação de valores mobiliários de uma forma mais clara, desenvolveu-se nos Estados Unidos – inicialmente, na literatura econômica e, posteriormente, na jurisprudência – o método dos “estudos de evento” (*event studies*), por meio do qual se busca medir o impacto de uma informação no preço de determinado valor mobiliário.

O objetivo principal do método é verificar se houve uma informação imprecisa ou falsa que resultou em um “retorno anormal” por determinado valor mobiliário, isto é, se investidores tiveram um resultado inesperado (por isso, “anormal”) em seu investimento, que só poderia ser explicado pela divulgação da informação imprecisa ou falsa¹¹⁵⁴.

A anormalidade do retorno de um valor mobiliário, dentro do método dos estudos de evento, é examinada a partir de um exame regressivo da correlação, dentro de determinado período, entre o retorno apresentado pelo valor mobiliário em questão e o retorno apresentado

¹¹⁵³ REIS, Tiago. Joesley Day: entenda o que esse dia representou para o mercado brasileiro. **Suno**, São Paulo, 30 de outubro de 2020. Suno Artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/joesley-day/>. Acesso em: 22 de maio de 2021.

¹¹⁵⁴ “These methodological difficulties can be overcome by using the standard market model developed by financial economists to measure the effect of unanticipated events on the market price of a firm’s securities. The market model makes it possible to test whether false information caused a security to trade at an artificially high or low price by measuring whether investors earned any abnormal returns at the time the correct information was released to the public” (FISCHEL, Daniel R. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 1, p. 1-20, 1982. p. 17). Tradução livre: “Estas dificuldades metodológicas podem ser superadas pelo uso de um modelo padrão de mercado desenvolvido por economistas financeiros para medir o efeito de eventos inesperados no preço de mercado dos valores mobiliários de uma companhia. O modelo de mercado torna possível testar se informações falsas fizeram com que um valor mobiliário fosse negociado a um valor artificialmente alto ou baixo ao medir se investidores tiveram retornos anormais no momento em que a informação correta foi divulgada ao público”.

pelo mercado como um todo¹¹⁵⁵. O método caracteriza, portanto, uma análise estatística da variação de preços de um valor mobiliário, buscando identificar variações anormais de preços em resposta à correção de uma informação imprecisa ou falsa que tenha sido divulgada ao mercado¹¹⁵⁶.

Se o retorno apresentado por um valor mobiliário no momento em que uma informação imprecisa ou falsa é corrigida é coerente com o retorno historicamente apresentado em comparação com o mercado como um todo, então o retorno é considerado normal e conclui-se que a informação enganosa não produziu dano patrimonial aos investidores.

Se, por outro lado, o retorno apresentado pelo valor mobiliário mediante a correção da informação falsa ou imprecisa é anormal, inferior ao retorno historicamente apresentado em comparação com o mercado como um todo, conclui-se que a informação enganosa gerou impactos patrimoniais aos investidores. Por meio da correlação estatística entre o retorno apresentado pelo valor mobiliário em exame e o mercado como um todo é que se torna possível segregar os efeitos da oscilação normal do mercado dos efeitos anormais gerados pela divulgação de informações imprecisas ou falsas pela companhia¹¹⁵⁷.

¹¹⁵⁵ Ibidem. p. 18.

¹¹⁵⁶ “Financial economists began using event studies to measure how much stock prices respond to various types of news. Typically, event studies focus not on the level of a stock’s price, but on the percentage change in stock price, which is known as the stock’s observed ‘return.’ In its simplest form, an event study compares a stock’s return on a day when news of interest hits the market to the range of returns typically observed for that stock, taking account of what would have been expected given general changes in the overall market on that day. For example, if a stock typically moves up or down by no more than 1% in either direction but rises by 2% on a date of interest (after controlling for relevant market conditions), then the stock return moved an unusual amount on that date. What range is ‘typical,’ and thus how large must a return be to be considered sufficiently unusual, are questions that event study authors answer using statistical significance testing (FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. Op. cit. p. 570-571). Tradução livre: “Economistas financeiros começaram a usar estudos de evento para medir como o preço de ações responde a vários tipos de notícias. Tipicamente, estudos de evento focam não no nível do preço de uma ação, mas na alteração percentual do preço, que é conhecida como o ‘retorno’ observável da ação. Na sua forma mais simples, um estudo de evento compara o retorno de uma ação no dia em que uma notícia é divulgada ao mercado à variação de retornos tipicamente observados para esta ação, levando em consideração o que seria esperado com base nas mudanças em geral do mercado como um todo naquele dia. Por exemplo, se o preço de uma ação tipicamente sobe ou desce 1%, mas sobe 2% em determinado dia (controlando o resultado para condições de mercado relevantes), então o retorno da ação variou de forma não usual naquela data. Qual variação é ‘típica’, e quão grande uma variação deve ser para ser considerada anormal, são questões que os autores do estudo de evento respondem usando testes de relevância estatística”.

¹¹⁵⁷ “The model is based on the observable correlation between the return on a particular security and the return on the entire market when viewed over time. Once this historically observed correlation is determined, it is possible to predict what the return of a given security should be on a certain date given the return for the market as a whole. If the return for a security on the date that the supposedly correct information is disclosed to the public is consistent with the historically observable correlation with the return for the entire market, then investors earned normal returns. If, on the other hand, the actual return on the date when the supposedly correct information is disclosed is lower at a statistically significant level than what is predicted, then investors earned abnormally low returns. The advantage of this procedure is that the concept of what price change is normal or abnormal incorporates the observed relationship between the return on a particular stock and the market as a whole. Thus, movements in price caused by marketwide influences are excluded in determining whether release

Segundo os economistas Jill Fisch, Jonah Gelbach e Jonathan Klick, os estudos de evento possuem 5 (cinco) etapas distintas, conforme a seguinte explicação¹¹⁵⁸:

Um estudo de evento típico possui cinco etapas básicas: (1) identificar uma ou mais datas apropriadas do evento; (2) calcular o retorno do valor mobiliário em cada data de evento; (3) determinar o retorno esperado do valor mobiliário em cada uma das datas de evento; (4) subtrair o retorno real do retorno esperado para computar a diferença em cada uma das datas de evento; e (5) avaliar se a diferença de retorno é relevante estatisticamente no nível de relevância estatística escolhido.

Na primeira etapa, determina-se as datas de evento, que serão aquelas em que as divulgações sob exame foram realizadas. A segunda etapa refere-se ao cálculo do retorno apresentado pelo valor mobiliário ao longo de determinado período e a sua correlação com o retorno do mercado como um todo. A terceira etapa dedica-se à análise estatística do retorno que seria esperado do valor mobiliário em questão, em comparação com algum índice amplo de mercado. Nessa etapa, os autores do estudo de evento devem buscar separar os efeitos sobre o preço do valor mobiliário em resposta às informações divulgadas pela companhia dos efeitos causados pelas condições de mercado.

A quarta etapa refere-se a uma operação simples de subtração entre o retorno real do valor mobiliário nas datas de evento e o retorno normal que seria esperado (determinado a partir da análise estatística realizada na terceira etapa). A diferença, se houver, caracterizará uma variação no preço do valor mobiliário que não pode ser explicada por condições do

of a particular piece of information affected the return earned by investors. Moreover, by comparing the predicted return with the actual return on the date of release of the supposedly correct information or immediately thereafter, the test attempts to isolate the change in the return earned by investors that is attributable solely to the allegedly withheld or false information” (FISCHEL, Daniel R. *Use of Modern Finance...* Op. cit. p. 18). Tradução livre: “O modelo é baseado na correlação observável entre o retorno de um valor mobiliário específico e o retorno do mercado como um todo ao longo do tempo. Uma vez que esta correlação histórica seja determinada, torna-se possível prever qual retorno de um valor mobiliário deve ser em determinada nada dado o retorno do mercado como um todo. Se o retorno de um valor mobiliário na data em que a informação supostamente correta for divulgada é coerente com a correlação histórica observável com o retorno do mercado como um todo, então os investidores tiveram retorno normal. Se, por outro lado, o retorno verdadeiro na data em que a informação supostamente correta for divulgada é inferior, em um nível estatisticamente relevante, do que seria esperado, então investidores tiveram retorno baixo anormal. A vantagem deste procedimento é que o conceito do que é uma variação normal ou anormal de preço incorpora a relação observada entre o retorno de uma ação específica e o mercado como um todo. Logo, movimentos de preços causados por influências de mercado mais amplas são excluídas ao determinar se a divulgação de determinada informação afetou o retorno dos investidores. Ademais, ao comparar o retorno esperado com o retorno verdadeiro na data em que uma informação imprecisa ou falsa é corrigida ou imediatamente após a correção, o teste busca isolar a variação de retorno dos investidores que é atribuível somente à informação imprecisa ou falsa”.

¹¹⁵⁸ No original em inglês: “A typical event study has five basic steps: (1) identify one or more appropriate event dates, (2) calculate the security’s return on each event date, (3) determine the security’s expected return for each event date, (4) subtract the actual return from the expected return to compute the excess return for each event date, and (5) evaluate whether the resulting excess return is statistically significant at a chosen level of statistical significance” (FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. Op. cit. p. 571).

mercado como um todo e, portanto, constitui reação dos investidores a uma informação que diz respeito apenas à companhia.

A quinta e última etapa destina-se a determinar se a variação inesperada do preço do valor mobiliário (isto é, a diferença entre o retorno esperado e o retorno real) é estatisticamente relevante (geralmente, considera-se estatisticamente relevante a variação acima de 5%, podendo o parâmetro ser alterado pelos autores do estudo de evento), de modo a verificar se a variação é, de fato, anormal ou se pode ser atribuível a uma volatilidade normal do mercado. Caso a variação seja, de fato, anormal, considera-se que ela é resultante da reação dos investidores a uma informação imprecisa ou falsa que tenha sido divulgada ao mercado¹¹⁵⁹.

Como pode ter ficado claro a partir dessa breve explicação sobre o funcionamento dos estudos de evento, a sua metodologia pode servir não apenas para demonstrar onexo causal e a sua extensão, como também para quantificar o dano patrimonial efetivamente sofrido pelo investidor.

Essa constatação está em linha com a teoria civilista que enxerga uma correlação entre a extensão donexo causal e do dano indenizável, como sustentam, por exemplo, Gisela Sampaio da Cruz Guedes¹¹⁶⁰ e Gustavo Tepedino e Aline de Miranda Valverde Terra (em obra publicada em coautoria com Gisela Sampaio da Cruz Guedes)¹¹⁶¹. Esse ponto será aprofundado na seção 5.5 *infra*.

Ainda que o estudo de evento não seja, necessariamente, o único método possível para que investidores demonstrem a existência denexo causal entre a violação do dever de informar da companhia e uma perda patrimonial, pode-se afirmar que ele constitui método capaz de fundamentar essa demonstração, na medida em que permite identificar a correta extensão da relação de causalidade entre a falha informacional e os danos sofridos pelos investidores.

5.5 O dano patrimonial e a sua quantificação

¹¹⁵⁹ Ibidem. p. 571-573.

¹¹⁶⁰ “Por meio do nexode causalidade, delimita-se a extensão do dano a indenizar em todas as espécies de responsabilidade civil” (GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexocausal...** Op. cit. p. 24-25).

¹¹⁶¹ “No mesmo sentido: “Durante muito tempo, predominou o entendimento de que era a culpabilidade, e não a causalidade, que determinava a medida da responsabilidade. No entanto, para a determinação da extensão do dano indenizável, o que importa não é tanto a gravidade ou o peso da culpa, mas o nexode causalidade” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 85).

Examinados o ato ilícito e onexo causal, resta, por fim, abordar o dano patrimonial do investidor. Esta seção, portanto, dedica-se ao estudo da demonstração do dano emergente e dos lucros cessantes do investidor, bem como os critérios para sua demonstração e quantificação. Ressalta-se que se optou por não analisar, nesta tese, o dano moral e a chamada “perda de uma chance”.

Entende-se que o dano moral possui pouca relevância dentro do tema ora estudado, que se traduz, como regra, em discussões meramente patrimoniais. Quanto à perda de uma chance, optou-se por não a abordar porque, como o investimento é ato inerentemente arriscado e de natureza incerta, o custo de oportunidade (que seria equivalente ao custo da perda de uma chance) é parte indissociável do custo de investir, de modo que o seu ressarcimento não seria, a princípio, adequado.

A discussão que será travada nas próximas sessões, portanto, limita-se ao dano emergente e a eventuais lucros cessantes do investidor prejudicado pela violação informacional da companhia.

5.5.1 O dano emergente: demonstração a partir do decréscimo patrimonial do investidor

A determinação do dano sofrido por investidores que adquirem valores mobiliários com base em informações enganosas apresenta diversos desafios práticos, especialmente, quanto à forma de sua quantificação e demonstração.

As dificuldades relacionadas à quantificação do dano sofrido pelo investidor são comuns às dificuldades para estabelecimento donexo causal: na presença de diversos fatores capazes de afetar a cotação de um valor mobiliário, é necessário determinar em qual extensão a cotação foi afetada pela divulgação das informações enganosas pela companhia. Na medida em que, no direito brasileiro, só é indenizável o dano direto e imediato, conforme artigo 403 do Código Civil, não se pode imputar à companhia, extrapolando-se os limites do nexocausal, responsabilidade por toda a depreciação do preço de valores mobiliários de sua emissão, pois somente a queda causada direta e imediatamente pela violação informacional deveria ser objeto de ressarcimento¹¹⁶².

Com relação à demonstração da perda pelo investidor, o desafio principal é definir se é necessário que ele se desfaça dos valores mobiliários para consolidar a sua perda, ou se a simples queda na cotação desses valores mobiliários já é suficiente para que o dano emergente

¹¹⁶² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 412.

se consolide. Em outras palavras, é preciso esclarecer se o dano consiste na redução do preço do valor mobiliário em decorrência da revelação da informação correta ou se consiste na diferença entre o valor de aquisição e o valor de venda do valor mobiliário¹¹⁶³.

Do ponto de vista dogmático, há duas correntes doutrinárias que buscam definir o dano: (i) a teoria da diferença, segundo a qual o dano decorre da diferença entre a situação da pessoa lesada antes do evento danoso e após a sua ocorrência; e (ii) a teoria pautada na noção de dano normativo, que enxerga o dano como a lesão a qualquer interesse jurídico digno de tutela¹¹⁶⁴.

A teoria da diferença foi objeto de críticas por não conseguir explicar todas as categorias de dano, ou indicar qual deve ser indenizado, o que motivou a elaboração da teoria do dano normativo¹¹⁶⁵. Adotando-se a segunda corrente, torna-se necessário reconhecer no dano a existência de dois elementos: um fático, correspondente ao prejuízo sofrido pela vítima do ato antijurídico, e um elemento jurídico, que qualifica o prejuízo como fato violador de um interesse tutelado pelo ordenamento¹¹⁶⁶.

O elemento fático, por si só, não é suficiente para que surja para alguém a responsabilidade de ressarcir o dano sofrido por uma pessoa. É possível, por exemplo, que uma pessoa cause dano a si mesma sem que esse dano (de fato) gere qualquer repercussão no campo da responsabilidade civil¹¹⁶⁷. O dano que é objeto de ressarcimento na sistemática da responsabilidade civil, portanto, deve vir acompanhado de um interesse violado¹¹⁶⁸, de modo que se caracterize “ofensa feita por terceiro a um direito, patrimonial ou não, que confere ao ofendido, como consequência, a pretensão a uma indenização”¹¹⁶⁹.

A partir da acepção do dano como lesão a um interesse jurídico tutelado pelo ordenamento, admite-se que ele possa assumir caráter patrimonial ou extrapatrimonial. Embora já possa ter sido objeto de controvérsia no passado, a possibilidade de ressarcimento do dano moral é amplamente aceita (tendo inclusive fundamento constitucional no artigo 5º, V e X, da CRFB/1988), já que “o indivíduo é titular de direitos integrantes de sua

¹¹⁶³ Loc. cit.

¹¹⁶⁴ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 29-30.

¹¹⁶⁵ Loc. cit.

¹¹⁶⁶ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 296.

¹¹⁶⁷ “Assim, por exemplo, uma pessoa que deixa cair e quebrar valiosa peça de porcelana de sua propriedade, efetivamente sofre um dano; da mesma forma se esta pessoa vem a se ferir, sofre um dano, bem como se pela sua má conduta, perde credibilidade e conceito junto aos seus pares na sociedade. Os fatos acima isolados, por si só, não provocarão qualquer efeito jurídico na esfera da responsabilidade civil” (CASILLO, João. **Dano à pessoa e sua indenização**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1987. p. 22).

¹¹⁶⁸ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 297.

¹¹⁶⁹ CASILLO, João. Op. cit. p. 29.

personalidade, não podendo conformar-se a ordem jurídica em que sejam impunemente atingidos”¹¹⁷⁰.

Para os fins do presente trabalho, no entanto, importa investigar apenas a quantificação e demonstração do dano patrimonial, deixando-se de lado qualquer eventual discussão envolvendo danos extrapatrimoniais, tendo em vista o caráter eminentemente patrimonial dos interesses envolvidos nos negócios jurídicos realizados por meio do mercado de valores mobiliários.

Na sistemática do Código Civil, o dano patrimonial abrange o dano emergente e os lucros cessantes. O dano emergente equivale à quantia que efetivamente se perdeu, seja em função de uma redução do ativo da vítima, seja em função do aumento do seu passivo¹¹⁷¹. Nesse contexto, o dano emergente refere-se à quantia cujo ressarcimento é necessário para que se possa reequilibrar o patrimônio da vítima do ato antijurídico¹¹⁷². Trata-se de dano certo, de valor determinado e estabelecido¹¹⁷³, que não pode ser hipotético ou eventual¹¹⁷⁴.

Os lucros cessantes, por outro lado, equivalem à quantia que a vítima deixou de aferir em função do evento danoso, isto é, o valor que a vítima razoavelmente deixou de auferir¹¹⁷⁵. Dizem respeito, desse modo, aos ganhos que, não fosse o evento danoso, seriam gerados pelo patrimônio da vítima¹¹⁷⁶.

A questão dos lucros cessantes decorrentes de violações do dever de informar pela companhia será examinada na seção 5.5.2 *infra*. Logo, a presente seção cuidará somente do dano emergente.

No contexto da violação do dever de informar pela companhia, o dano emergente sofrido pelo investidor será equivalente ao decréscimo patrimonial causado pela falha informacional, que deverá ser determinado pela diferença entre dois valores: (i) um valor de

¹¹⁷⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 74.

¹¹⁷¹ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 31-32.

¹¹⁷² FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 314.

¹¹⁷³ “Le dommage matériel doit être considéré comme certain toutes les fois que le responsable a lésé un droit patrimonial déterminé et établi”. Tradução livre: “O dano material deve ser considerado certo sempre que o responsável tenha lesado um direito de propriedade determinado e estabelecido” (SAVATIER, René. **Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français**. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1939. v. 2. p. 97).

¹¹⁷⁴ “En exigeant que le préjudice soit certain, on entend par là qu’il ne doit pas être simplement hypothétique, éventuel. Il faut que le juge ait la certitude que le demandeur se serait trouvé dans une situation meilleure si le défendeur n’avait pas accompli l’acte qui lui est reproché”. Tradução livre: “Ao exigir que o dano seja certo, queremos dizer com isso que ele não deve ser meramente hipotético, eventual. É preciso que o juiz tenha a certeza de que o autor ficaria em melhor situação se o réu não tivesse praticado o ato de que é acusado” (MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique...** op. cit. p. 234).

¹¹⁷⁵ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 32.

¹¹⁷⁶ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. Op. cit. p. 317.

base, referente à cotação do valor mobiliário afetada pela informação enganosa; e (ii) um valor depreciado após a revelação da imprecisão ou da falsidade da informação. Esse critério de determinação do dano emergente é utilizado, nos Estados Unidos, pela Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*).

A Seção 11 (*Section 11*) da referida lei estabelece o dever de ressarcimento com relação aos prejuízos causados por qualquer omissão ou incorreção material em informações contidas em prospectos de ofertas de valores mobiliários. A alínea (e) do dispositivo estabelece os critérios para determinação do dano, determinando que o investidor terá direito a ser indenizado pela diferença entre, de um lado, o preço pago pelo valor mobiliário na oferta e, de outro lado, (i) o valor do investimento nos valores mobiliários no momento da propositura da ação, (ii) o preço pelo qual o valor mobiliário foi vendido antes da propositura da ação ou (iii) o preço pelo qual o valor mobiliário foi vendido depois da propositura da ação, mas antes do julgamento, caso a diferença seja menor do que em comparação ao preço no momento da propositura da ação. Em qualquer caso, o emissor pode reduzir a sua responsabilidade, no todo ou em parte, demonstrando ausência de nexo causal¹¹⁷⁷.

Ainda que não exista, no ordenamento brasileiro, regra específica a respeito da forma de demonstração do dano emergente sofrido por um investidor em decorrência de uma violação informacional, acredita-se que a sistemática da Seção 11(e) da Lei de Valores Mobiliários de 1933 é compatível com as regras do Código Civil.

¹¹⁷⁷ “Section 11 (e) The suit authorized under subsection (a) may be to recover such damages as shall represent the difference between the amount paid for the security (not exceeding the price at which the security was offered to the public) and (1) the value thereof as of the time such suit was brought, or (2) the price at which such security shall have been disposed of in the market before suit, or (3) the price at which such security shall have been disposed of after suit but before judgment if such damages shall be less than the damages representing the difference between the amount paid for the security (not exceeding the price at which the security was offered to the public) and the value thereof as of the time such suit was brought: Provided, That if the defendant proves that any portion or all of such damages represents other than the depreciation in value of such security resulting from such part of the registration statement, with respect to which his liability is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, such portion of or all such damages shall not be recoverable”. Tradução livre: “Seção 11 (e) A ação autorizada sob a subseção (a) poderá ser para recuperar os danos equivalentes à diferença entre o montante pago pelo valor mobiliário (sem exceder o preço pelo qual o valor mobiliário foi oferecido ao público) e (1) o valor do referido valor mobiliário ao tempo em que a ação foi ajuizada, ou (2) o preço pelo qual o valor mobiliário tenha sido alienado antes do ajuizamento da ação, ou (3) o preço pelo qual o valor mobiliário tenha sido vendido após o ajuizamento da ação, antes do seu julgamento, se o dano neste caso for menor que os danos representados pela diferença entre o montante pago pelo valor mobiliário (sem exceder o preço pelo qual o valor mobiliário foi oferecido ao público) e o valor de tal valor mobiliário ao tempo em que a ação tenha sido proposta; sendo certo que, se o réu provar que qualquer parcela ou todos os danos não são relacionados à depreciação no preço do valor mobiliário resultante da informações enganosas contidas nos documentos de registro, com relação às quais a responsabilidade civil seja alegada por não serem verdadeiras ou por omitirem informações materiais que deveriam ser divulgadas ou que seriam necessárias para que as informações não fossem enganosas, tal parcela ou todo o dano não será indenizável”.

Portanto, a demonstração do dano emergente pelo investidor depende apenas da comprovação de um decréscimo patrimonial, equivalente à diferença entre a cotação do valor mobiliário afetada pela informação enganosa (por exemplo, na mesma data ou data próxima à divulgação da informação enganosa) e a cotação do valor mobiliário após a revelação da imprecisão ou da falsidade da informação. A esse decréscimo equivalerá a indenização, que tem como objetivo restituir o patrimônio da parte lesada à situação existente antes do dano¹¹⁷⁸.

A depender da liquidez do valor mobiliário, os impactos da informação enganosa (e sua subsequente correção) podem ser refletidos na cotação de forma imediata, ou pode demorar alguns dias para que o ajuste no preço ocorra. Cabe ao aplicador da lei, com base nas circunstâncias do caso concreto, estabelecer os referenciais de valor e o momento que representem de forma mais adequada a variação patrimonial sofrida pelo investidor.

Percebe-se, pela redação da Seção 11(e) da Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act of 1933*), ser desnecessário que o investidor tenha alienado os seus valores mobiliários para que possa demonstrar a existência de dano. É preciso verificar se a mesma regra também se aplicaria no ordenamento brasileiro.

Exige-se, no direito pátrio, que o dano atenda aos requisitos da certeza, da atualidade e da subsistência, isto é, que seja certo e preciso, e não meramente hipotético¹¹⁷⁹. Como o preço do valor mobiliário oscila ao longo do tempo, seria possível sustentar que, enquanto o investidor não os alienar, cristalizando o seu decréscimo patrimonial, a sua perda não seria dotada de certeza e precisão suficientes para caracterizar um dano emergente passível de indenização. Não obstante, a doutrina brasileira parece admitir a aplicação de regra semelhante à norte-americana, dispensando a alienação do valor mobiliário como requisito para a caracterização do prejuízo.

A esse respeito, Gabriel Saad Kik Buschinelli entende que a cristalização da perda por meio da alienação do valor mobiliário cuja cotação foi afetada pela violação informacional da companhia não é necessária, pois o dano não se concretiza com a alienação do bem adquirido, mas com a própria aquisição do valor mobiliário em valor superior ao que

¹¹⁷⁸ “Le propre de la responsabilité civile est de rétablir, aussi exactement que possible, l'équilibre détruit par le dommage, de remettre la victime, aux dépens du responsable, dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte responsable n'avait pas eu lieu”. Tradução livre: “A essência da responsabilidade civil é restabelecer, com a maior exatidão possível, o equilíbrio destruído pelo dano, colocar a vítima, às expensas do responsável, na situação em que se encontraria se o ato responsável não tivesse ocorrido” (SAVATIER, René. **Traité de la Responsabilité Civile...** op. cit. p. 188).

¹¹⁷⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil...** Op. cit. p. 56.

existiria se a informação divulgada fosse correta¹¹⁸⁰. Desse modo, já na aquisição do valor mobiliário, a esfera jurídico-patrimonial do investidor teria sido afetada¹¹⁸¹.

Esse foi o critério adotado pela Corte de Apelações do Segundo Circuito no julgamento do caso *NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co.*¹¹⁸². O caso referiu-se a uma demanda da *NECA-IBEW Health & Welfare Fund* contra *Goldman Sachs & Co.* e algumas de suas afiliadas em função do fornecimento de informações alegadamente enganosas na oferta de títulos lastreados em créditos imobiliários (“*mortgage-backed certificates*”). Segundo a demanda, o prospecto da oferta continha informações incorretas sobre o processo de originação dos créditos, impactando a avaliação do risco do investimento.

No entanto, antes que o mérito pudesse ser analisado, o juízo de primeira instância do Distrito Sul de Nova York (*Southern District of New York*) acatou um pedido de arquivamento do caso apresentado pelos réus. Dentre outros fundamentos, o juízo de primeira instância considerou que a parte autora não teria sofrido uma perda efetiva, já que não teria alienado os títulos no mercado secundário.

A Corte de Apelações do Segundo Circuito, contudo, discordou da decisão do juízo de primeira instância com relação à inexistência de perda efetiva, determinando que, no caso de títulos de renda fixa, informações enganosas sobre o risco de crédito são capazes de alterar o valor do título ofertado, o que já seria suficiente para que a parte autora demonstrasse a existência de uma perda efetivamente sofrida.

Outros autores nacionais também dispensam a necessidade de o investidor se desfazer de seus valores mobiliários para demonstrar a existência de uma perda efetiva. Luis Gastão Paes de Barros Leães argumenta que o dano por falhas informacionais é decorrente da queda da cotação das ações causadas pela informação enganosa, independentemente de as ações terem sido alienadas ou não pelo acionista¹¹⁸³.

¹¹⁸⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 413.

¹¹⁸¹ Loc. cit.

¹¹⁸² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 11-2762-cv, Relator Barrington D. Parker, julgado em 06/09/2012. Referência original: *Neca-Ibew Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co.*, No. 11-2762 (2d Cir. 2012).

¹¹⁸³ “De fato, para efeito do pleito de indenização pelos prejuízos que sofreram, em decorrência da diminuição do valor dos títulos que detinham, e alienaram, e daqueles que ainda mantêm em sua carteira, por descumprimento do dever de informação ao mercado, denunciado pelo inquérito em alusão, não há razão para distinguir as ações que os fundos ainda detêm daquelas que já transferiram. Nas duas hipóteses, tanto em relação aos acionistas atuais quanto em relação aos ex-acionistas, a pretensão de reparação dos danos nasce de um mesmo fato ilícito, ou seja, da violação do direito dos titulares das ações a acesso a informações, mesmo quando as transferiram (CC art. 189). A titularidade dos papéis, atuais ou pretéritos, estará sempre comprovada pelos registros da companhia ou da instituição depositária, no período em que ocorreu a sonegação da informação dos fatos relevantes ao

Arnoldo Wald, por sua vez, igualmente sustenta que o dano do investidor da companhia cujo valor de mercado foi afetado por informações enganosas é equivalente à queda na cotação de suas ações, pois “a violação pela sociedade do dever de informar, manifestada inclusive na divulgação de balanço e demonstrações financeiras com informações falsas, ocasiona um dano direto ao acionista, quando enseja a desvalorização da cotação das ações da companhia”¹¹⁸⁴. Fabio Ulhoa Coelho também defende que o prejuízo do investidor por divulgação de informações incorretas decorre da queda da cotação das suas ações, independentemente de tê-las vendido ou não¹¹⁸⁵.

Em sentido contrário, Ana Carolina Weber defende ser necessário a venda das ações para que o dano seja caracterizado como certo. Segundo a autora, somente neste caso “o decréscimo no preço de venda consubstanciará uma diminuição da expressão em moeda daquele bem e, portanto, poderia se enquadrar em eventual hipótese de dano imposta ao patrimônio do acionista”¹¹⁸⁶.

Percebe-se, pelo exposto, que parte relevante da doutrina admite que a queda na cotação de valores mobiliários caracteriza dano efetivo e indenizável, dispensando a alienação pela cotação depreciada como requisito da certeza e da precisão do prejuízo para fins de seu ressarcimento.

5.5.2 A questão dos lucros cessantes

O artigo 402 do Código Civil permite que a parte lesada seja ressarcida não só pelos danos emergentes causados por um ato antijurídico, mas também por aquilo que deixou de lucrar. Em outras palavras, a parte lesada pode pleitear indenização pelos lucros cessantes, já que os efeitos de um evento danoso podem se projetar para o futuro¹¹⁸⁷. Os lucros cessantes referem-se, portanto, a tudo aquilo que a vítima razoavelmente deixou de ganhar, isto é, a um

público (CC art. 189)” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade civil das companhias...** Op. cit. p. 75).

¹¹⁸⁴ WALD, Arnoldo. Op. cit. p. 164.

¹¹⁸⁵ “A legitimidade existe tanto se o investidor manteve sua posição acionária após a desvalorização, como na venda dos valores mobiliários com a realização do prejuízo. O investidor que conservou a posição sofre perda em virtude da desvalorização do seu ativo; e o que, após a queda na cotação, vendeu os valores mobiliários emitidos pela Petrobras, realizou o prejuízo. Nos dois casos, verifica-se uma perda (dano) no investimento feito em valores mobiliários de emissão da Petrobras, não havendo razões que autorize a exclusão da legitimidade ativa em qualquer uma das hipóteses” (COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer. *In*: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 190).

¹¹⁸⁶ WEBER, Ana Carolina. **Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 309.

¹¹⁸⁷ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. **Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. v. 1. p. 733.

ganho que seria esperado, uma expectativa frustrada de lucro ou diminuição potencial de patrimônio¹¹⁸⁸.

Gisela Sampaio da Cruz Guedes defende que, para ser passível de ressarcimento, o lucro cessante deve configurar dano injusto, decorrer direta e imediatamente do evento danoso e ser certo¹¹⁸⁹. O primeiro requisito exige a identificação de um ato ilícito ou da violação de um interesse digno de tutela jurídica¹¹⁹⁰. Os outros dois, por sua vez, podem apresentar maior complexidade de definição no caso concreto, pois dependem de um exame da extensão do nexo causal e da probabilidade do lucro cessante alegado.

Nesse contexto, o lucro cessante não pode ser meramente hipotético¹¹⁹¹, devendo-se observar “o princípio da razoabilidade para a quantificação do lucro cessante, de modo que somente poderá ser considerado o que razoavelmente se deixou de lucrar”, de modo que a vítima receba apenas “o valor que lucraria se os fatos se desenrolassem dentro do seu curso normal, tendo em vista os antecedentes”¹¹⁹².

Embora haja diversas limitações e especificidades na prova da certeza dos lucros cessantes, que, naturalmente, são alegados com base em ilações ou presunções, exige-se apenas a demonstração de sua probabilidade¹¹⁹³, que deve ser comprovada na perspectiva objetiva, “daquilo que reiteradamente acontece em circunstâncias semelhantes às do caso concreto em análise”¹¹⁹⁴.

A análise probabilística na determinação dos lucros cessantes deve ser razoável, de modo que os valores não sejam fixados com base em prognóstico excessivamente pessimista ou otimista com relação à sua probabilidade¹¹⁹⁵. O que se deve fazer é “presumir que as

¹¹⁸⁸ Loc. cit. No mesmo sentido: “Tradicionalmente, diz-se que, na reparação dos lucros cessantes, tem-se de abstrair de tudo que seria apenas possível, pois é preciso considerar o lucro frustrado tomando-se por base o curso normal das coisas e as circunstâncias especiais, determináveis no caso concreto” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 31).

¹¹⁸⁹ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade**. Rio de Janeiro: Editora Revista dos Tribunais, 2012. p. 74.

¹¹⁹⁰ Ibidem. p. 76-77.

¹¹⁹¹ “Evidentemente, não basta alegar uma potencial perda futura para que se obtenha indenização por lucros cessantes. Ao contrário, no direito brasileiro, só se indeniza, a princípio, o dano certo e atual” (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado: direito das obrigações – artigos 233 a 420**. São Paulo: Atlas, 2008. p. 372).

¹¹⁹² TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Op. cit. p. 733.

¹¹⁹³ “Ao contrário do dano emergente, os lucros cessantes precisam apoiar-se em presunções e, mais do que isso, impõem que o intérprete reconstrua toda a sequência dos acontecimentos, a fim de verificar qual teria sido a evolução patrimonial provável do prejudicado, se o evento danoso não tivesse ocorrido” (GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes...** Op. cit. p. 88-89). No mesmo sentido: “Não basta, pois, a simples possibilidade de realização de lucro, mas também não é indispensável a absoluta certeza de que este se teria verificado sem a interferência do evento danoso” (TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Op. cit. p. 733).

¹¹⁹⁴ TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado...** Op. cit. p. 373.

¹¹⁹⁵ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes...** Op. cit. p. 91-92.

circunstâncias não se alterariam de forma substancial a ensejar variações nos rendimentos”¹¹⁹⁶, com o objetivo de determinar qual teria sido o ganho auferido pela vítima na ausência do evento danoso¹¹⁹⁷.

Na prática, conforme noticiam Gustavo Tepedino e Anderson Schreiber, os tribunais exigem, para demonstração razoável da probabilidade dos lucros cessantes, exames contábeis ou periciais do prejuízo, com base, por exemplo, “em antecedentes objetivos como o cálculo das rendas auferidas pela vítima em períodos anteriores, o balanço financeiro da empresa [*sic*] afetada e o salário mensalmente percebido pela vítima”¹¹⁹⁸.

Um exemplo dessa prática pode ser lido em recente acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, referente, na origem, a um pedido de indenização pela sociedade Pack Embalagens Ltda. em face de sua seguradora, Liberty Seguros S.A., por danos causados por forte chuva e vendaval a uma propriedade da autora¹¹⁹⁹. No caso, o tribunal afastou o pedido da seguradora de ser indenizada pelos lucros cessantes, pois esses não teriam sido comprovados a partir do exame pericial da sua contabilidade¹²⁰⁰.

No caso dos danos causados por violações do dever de informar da companhia, a demonstração da probabilidade dos lucros cessantes pode ser demasiadamente difícil em função da aleatoriedade da variação dos preços de valores mobiliários. Adotando-se a premissa, defendida nesta tese, de que os preços reagem a informações públicas, é praticamente impossível projetar, com razoável nível de certeza, a variação futura de valores mobiliários, pois não se sabe quais informações seriam disponibilizadas e como elas afetariam a decisão de investidores.

Não por acaso, as teorias fundamentalistas, que enxergam nos valores mobiliários um valor intrínseco, são provenientes da teoria do passeio aleatório (*theory of random walk*),

¹¹⁹⁶ Loc. cit.

¹¹⁹⁷ “A reparação dos lucros cessantes impõe que o intérprete reconstrua toda a sequência dos acontecimentos, com base em um juízo de probabilidade, a fim de verificar qual teria sido a evolução patrimonial provável do prejudicado” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 32).

¹¹⁹⁸ TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado...** Op. cit. p. 374.

¹¹⁹⁹ RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Segunda Câmara Cível. Apelação Cível nº 0126436-50.2010.8.19.0001. Relatora Desembargadora Geórgia de Carvalho Lima. Julgado em 01/12/2020. Publicado em 03/12/2020.

¹²⁰⁰ “Em relação aos lucros cessantes, consistentes no efetivo prejuízo sofrido pela atividade empresarial da autora, em decorrência dos danos causados pelo forte vendaval, tem-se que, com base nas conclusões do laudo pericial contábil, os mesmos não foram comprovados, à míngua de apresentação dos documentos fiscais que, em tese, revelassem o faturamento mensal e os supostos decréscimos posteriores, restando, assim, impossibilitado o cotejo do efetivo prejuízo” (página 9 do inteiro teor do acórdão proferido na Apelação Cível nº 0126436-50.2010.8.19.0001).

segundo a qual o comportamento passado dos preços não seria capaz de dar nenhuma indicação sobre o seu comportamento futuro¹²⁰¹.

Segundo Gisela Sampaio da Cruz Guedes, há na jurisprudência nacional decisões que determinam os lucros cessantes com base na experiência pretérita da vítima ou que arbitram lucros cessantes em montantes excessivos com base em presunções injustificadas¹²⁰². Conforme sustenta a autora, as duas tendências são perigosas, já que uma comete erros ao tomar como referência apenas o histórico da vítima, gerando a incorreta conclusão de que o dano só deve ser objeto de ressarcimento quando se tornar habitual ou reiterado, enquanto a outra permite a indenização de danos hipotéticos, frutos da imaginação e da ganância da parte supostamente lesada¹²⁰³.

Como exemplo de decisão em que os lucros cessantes foram superestimados, a autora cita¹²⁰⁴ acórdão proferido pela 8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Paraná a respeito de um pedido de indenização de um consumidor contra uma agência de viagem¹²⁰⁵. No caso, o consumidor alegou que a agência teria lhe prometido emprego e assistência durante sua estada no Japão, promessa que acabou não sendo cumprida. O pedido foi julgado procedente e os lucros cessantes foram estabelecidos com base no valor que o autor teria recebido em sua estadia no Japão, caso a promessa tivesse sido cumprida, pois haveria expectativa concreta do recebimento de tais valores e uma probabilidade de lucro.

A autora critica a fundamentação do voto vencedor, acolhido por unanimidade, afirmando que, não obstante “se diga que o autor chegaria ao Japão assessorado pela agência, o fato é que ele não tinha, a bem da verdade, qualquer garantia, mas apenas uma promessa informal que nada lhe assegurava”¹²⁰⁶. Não haveria, portanto, o grau de probabilidade de obtenção de um lucro que teria sido apenas suposto pelo desembargador relator.

No caso de investimentos no mercado de valores mobiliários, os riscos de uma avaliação incorreta dos lucros cessantes com base em dados passados são ainda mais evidentes, tendo em vista que os ganhos passados de um investidor não são um referencial seguro a respeito dos seus ganhos futuros, ao passo que a adoção de presunções quanto aos lucros que o investidor teria auferido na ausência de uma violação informacional também

¹²⁰¹ FAMA, Eugene. **The Behavior of...** Op. cit. p. 34.

¹²⁰² GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes...** Op. cit. p. 93-94.

¹²⁰³ Ibidem. p. 95-96.

¹²⁰⁴ Loc. cit.

¹²⁰⁵ PARANÁ. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná. Oitava Câmara Cível. Apelação Cível nº 349924-9. Relator Desembargador Miguel Kfoury Neto. Julgado em 19/10/2006. Publicado em 17/11/2006.

¹²⁰⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes...** Op. cit. p. 336.

pode não ser adequada para se chegar a uma conclusão razoável sobre os lucros cessantes do investidor.

Obviamente, há modelos preditivos da cotação de valores mobiliários que podem ser utilizados por investidores e participantes do mercado (como analistas de valores mobiliários) para tentar determinar a cotação de um valor mobiliário dentro de um horizonte temporal específico. Qualquer decisão de investimento comporta, inevitavelmente, uma expectativa com relação ao valor futuro do investimento e ao retorno esperado, de modo que a projeção do retorno da cotação do valor mobiliário faz parte da análise feita por um investidor no seu processo de tomada de decisão.

Esses modelos preditivos, no entanto, provavelmente, não são dotados do nível de certeza exigido para a demonstração razoável dos lucros cessantes, já que o ato de investimento comporta, de forma inerente, um grau significativo de incerteza¹²⁰⁷. É em função dessa incerteza, inclusive, que se adota, no mercado de valores mobiliários, a máxima de que a rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura¹²⁰⁸.

Por todo o exposto, reputa-se improvável a demonstração razoável de lucros cessantes por um investidor prejudicado por uma violação do dever de informar da companhia. A tentativa de se projetar o ganho que o investidor teria obtido na ausência do ato ilícito seria significativamente especulativa, em função da incerteza inerente associada à oscilação da cotação dos valores mobiliários. Isso não impede, no entanto, que o investidor pleiteie, como lucros cessantes mínimos, o equivalente à taxa livre de risco do período em que a cotação do valor mobiliário esteve afetada pela violação informacional da companhia.

De forma geral, a taxa livre de risco corresponde ao retorno apresentado por um ativo com risco de crédito muito baixo, podendo ser definida da seguinte forma¹²⁰⁹:

Na escolha da taxa livre de risco, deve-se considerar um ativo que atenda aos seguintes requisitos:

- seja virtualmente livre de risco,
- tenha liquidez; e
- seja livremente negociado no mercado.

É considerado um ativo livre de risco aquele sem risco de *default*, ou seja, sem risco de crédito. Na prática, uma vez que não existe um ativo com essa característica absoluta, utiliza-se como proxy um ativo com risco de crédito muito baixo

¹²⁰⁷ Como ressaltado na seção 2 deste trabalho, o economista Frank Knight demonstrou que o lucro está diretamente ligado à dificuldade dos agentes econômicos de se anteciparem a eventos incertos (KNIGHT, Frank. Op. cit. p. 19).

¹²⁰⁸ A regra é, por exemplo, informação que deve constar obrigatoriamente nos materiais de divulgação de fundos de investimento, conforme artigo 54, I, da Instrução CVM nº 555/2014.

¹²⁰⁹ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Metodologia de cálculo do WACC – concessões públicas**. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-contenudos/publicacoes/guias-e-manuais/metodologia-de-calculo-do-wacc2018.pdf/view>. Acesso em 12 de junho de 2021. p. 10.

A taxa livre de risco pode variar de tempos em tempos, assim como pode ser diferente a depender das circunstâncias do investimento (país onde está sendo realizado, moeda utilizada, liquidez dos ativos, dentre outros). No Brasil, a taxa livre de risco possui forte correlação com a taxa SELIC¹²¹⁰, que constitui a taxa básica de juros da economia¹²¹¹.

Portanto, se, por um lado, o investidor, provavelmente, não dispõe de meios adequados para demonstrar, de forma razoável, a probabilidade de qualquer montante de lucros cessantes decorrentes da violação do dever de informar da companhia, em função da imprevisibilidade e do alto grau de incerteza inerentes à oscilação da cotação de valores mobiliários ao longo do tempo, por outro lado, o investidor pode, de forma razoável, sustentar que ele faria jus, como lucros cessantes, ao menos à taxa livre de risco do mercado onde o investimento foi feito.

Deve-se ressaltar, no entanto, que a proposta é passível de contestação. Se for comprovado que, em função das características do valor mobiliário, nem mesmo a taxa livre de risco pode ter a sua probabilidade demonstrada de forma razoável (do ponto de vista jurídico), é possível que mesmo o montante mínimo não seja exigível. Por exemplo, se o investimento em seus valores mobiliários tinha natureza altamente arriscada e especulativa, em função das características da companhia ou de sua empresa, pode não ser razoável garantir ao investidor o equivalente à taxa livre de risco como lucros cessantes.

5.5.3 Extensão do dano patrimonial e a forma de sua delimitação

Além de comprovar a existência de um dano certo e efetivo, o investidor tem o ônus de demonstrar a extensão desse dano, já que a indenização é medida por ela¹²¹². Em outras palavras, é preciso quantificar o dano, atribuindo-lhe um valor. A esse respeito, é frequente a citação pela doutrina da decisão da Primeira Turma do STF no Recurso Extraordinário nº 130.764-1/PR, em que se determinou que o dano indenizável deve ser efeito direto, imediato e necessário do ato antijurídico, excluindo-se o efeito de possíveis concausas¹²¹³. É o que

¹²¹⁰ SIMONASSI, Andrei G. **Estimando a taxa de retorno livre de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A180.pdf>. Acesso em 12 de junho de 2021. p. 16.

¹²¹¹ “A Selic é a taxa básica de juros da economia. É o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras” (BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em 12 de junho de 2021).

¹²¹² Conforme artigo 944 do Código Civil: “A indenização mede-se pela extensão do dano”.

¹²¹³ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Primeira Turma. Recurso Extraordinário nº 130764/PR. Relator Ministro Moreira Alves. Julgado em 12/05/1992. Publicado em 07/08/1992.

determina, inclusive, o artigo 403 do Código Civil, ao exigir que o dano seja resultado direto e imediato da inexecução¹²¹⁴.

Portanto, a extensão do dano, que serve como medida da indenização, será proporcional à extensão do nexo causal¹²¹⁵. A esse respeito, o presente trabalho alinha-se à tese de Gisela Sampaio da Cruz Guedes, para quem o dano deve ser medido pela eficácia causal, não pela culpa, pois “nem sempre o agente que atuou com maior grau de culpa foi o que teve maior participação no resultado nocivo”¹²¹⁶.

Segundo Gisela Sampaio da Cruz Guedes, para determinar a extensão do dano indenizável, faz-se necessário levar em consideração todas as consequências provocadas pelo evento danoso, aguardando-se “o fim do ciclo de todas as consequências provocadas pelo acontecimento que se considera”¹²¹⁷, afastando-se eventuais pretensões no sentido de considerar-se apenas uma fração arbitrariamente selecionada da cadeia causal¹²¹⁸. Em outras palavras, deve-se levar em consideração todos os desenvolvimentos até as últimas consequências do fato analisado, de modo a ponderar todas as transformações positivas e negativas que o dano possa sofrer¹²¹⁹.

De fato, o ressarcimento do dano deve garantir que o investidor seja colocado na situação em que estaria se a informação não tivesse sido falsa ou imprecisa, mas o investidor não pode ser situado em posição superior à que estaria se não tivesse realizado o negócio¹²²⁰. Para isso, é necessário que o nexo causal seja delimitado com precisão.

No caso dos danos causados por violações informacionais, a demonstração do nexo causal pode ser complexa, pois a cotação de valores mobiliários pode ser afetada por diversos fatores distintos simultaneamente, conforme se expôs na seção 5.4 *supra*. Como sustentado na

¹²¹⁴ “O art. 403 exige que o dano seja resultado ‘direto e imediato’ da inexecução. Trata-se do nexo de causalidade entre o dano e o fato a que se imputa a responsabilidade civil. Só há dever de indenizar se houve dano; todavia, não há responsabilidade se não se consegue estabelecer a vinculação entre determinado ato ou atividade e o resultado danoso” (TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Op. cit. p. 735). No mesmo sentido: “Para deflagrar a responsabilidade obrigacional, não basta a demonstração de que houve dano. É preciso, ainda, que se comprove que tal dano se liga à inexecução da obrigação de forma direta e imediata. Em outras palavras, faz-se necessário demonstrar que os prejuízos e perdas sofridos derivam direta e imediatamente do inadimplemento obrigacional” (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado...** Op. cit. p. 376).

¹²¹⁵ “No campo da responsabilidade civil, o nexo causal cumpre uma dupla função: por um lado, permite determinar a quem se deve atribuir o resultado danoso; por outro, é indispensável na verificação da extensão do dano a se indenizar, pois serve como medida da indenização. É, portanto, o nexo causal que determina até onde vai a responsabilidade do autor do dano, e não a culpa” (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Op. cit. p. 85).

¹²¹⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexo causal...** p. 351.

¹²¹⁷ Idem. **Lucros Cessantes...** Op. cit. p. 80.

¹²¹⁸ Loc. cit.

¹²¹⁹ Ibidem. p. 81.

¹²²⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Op. cit. p. 412-413.

seção 5.4.3, acredita-se que a forma mais adequada de demonstrar a existência e a extensão do nexo causal no caso dos impactos das falhas informacionais na cotação de valores mobiliários é pelo emprego do método dos estudos de evento (*event studies*).

Tal método busca aferir, por meio de correlação estatística, os efeitos anormais gerados pela divulgação de informações imprecisas ou falsas pela companhia. Da mesma forma que o método serve para evidenciar a extensão exata do nexo de causalidade, ele servirá também para auxiliar na quantificação do dano sofrido pelo investidor em decorrência da divulgação de informações falsas ou imprecisas pela companhia¹²²¹.

5.6 Panorama da jurisprudência brasileira sobre a responsabilidade civil da companhia por informações imprecisas ou falsas divulgadas ao mercado

Ao longo da presente tese, foram expostas e discutidas diversas decisões judiciais estrangeiras e decisões administrativas da CVM a respeito da responsabilidade civil da companhia por violações do seu dever de informar. Os fundamentos dessas decisões foram utilizados para esclarecer conceitos importantes para as respostas das questões ora formuladas, especialmente, a respeito da conceituação da informação enganosa, da imputabilidade dos atos de divulgação à companhia e do exame dos elementos da sua responsabilidade civil pelas informações enganosas divulgadas ao mercado. Esta tese, no entanto, não estaria completa sem o exame de decisões judiciais proferidas pelos tribunais brasileiros.

A mais ampla e completa pesquisa de jurisprudência brasileira sobre a responsabilidade civil da companhia por violações informacionais de que se tem ciência foi realizada por Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, em dissertação sobre o tema, datada de 2021. A partir da análise de 69 (sessenta e nove) processos em que investidores buscaram ressarcimento por danos alegadamente sofridos em razão de falhas de divulgação, o referido autor constatou que a maioria deles foi julgado de forma desfavorável a investidores.

¹²²¹ “A metodologia mais utilizada para efetivamente proceder ao cálculo dos danos sofridos pelo investidor é denominada ‘estudo de eventos’ (*event-study*). Em breve síntese, trata-se de método econométrico complexo segundo o qual se lista uma série de eventos divulgados ao público relacionados às fraudes e calcula-se como divulgação de informação desses eventos, em sua totalidade, afetou o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia. Através de dados e informações do mercado de capitais, o estudo de eventos avalia o impacto de um evento específico no valor das ações de uma companhia [...]. A partir da aplicação desta metodologia para calcular as perdas sofridas pelo investidor, é possível segregar quais danos são originados pela divulgação de informações falsas e/ou tendenciosas, ou pela omissão de informações relevantes, e quais são devidos a fatores exógenos” (PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. Op. cit. p. 308).

O autor dividiu as decisões dos casos em 2 (dois) grandes grupos: (i) decisões nas quais os pleitos indenizatórios foram negados em razão de questões procedimentais, como a existência de cláusula compromissória no estatuto social da companhia ou a incompetência do foro eleito; e (ii) decisões nas quais os pedidos foram julgados improcedentes por ilegitimidade passiva da companhia ou ilegitimidade ativa dos investidores¹²²².

Ao comentar sobre as decisões do segundo grupo, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros afirmou que elas partem de premissas incorretas, pecando por “reduzir os descumprimentos ao regime de transparência às fraudes dos administradores; e os prejuízos dos investidores à mera desvalorização das ações, em razão das irregularidades ocorridas”¹²²³. De modo geral, o autor concluiu que a jurisprudência sobre a responsabilidade civil das companhias por violações informacionais é incipiente e, nas decisões analisadas, a matéria foi tratada “com excessiva superficialidade, sem que suas múltiplas facetas e complexidades tenham sido aprofundadas e avaliadas de forma satisfatória”¹²²⁴.

O apanhado geral da jurisprudência realizado pelo autor não deixa dúvidas de que suas conclusões estão corretas. Em uma visão ampla, as decisões examinadas parecem ter adotado as soluções mais simples – mas não necessariamente mais adequadas – ao problema da responsabilidade civil da companhia por falhas de divulgação.

No entanto, uma análise mais substancial de algumas decisões relevantes pode revelar um panorama distinto. É o que se busca fazer nesta seção, a partir de 4 (quatro) acórdãos proferidos pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ) e 1 (um) acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) em litígios que envolveram a divulgação de informações imprecisas ou falsas por companhias. Os julgamentos, pela complexidade das questões discutidas e dos fundamentos adotados, podem dar uma indicação mais segura sobre a tendência da jurisprudência brasileira sobre o tema ora examinado, visto que podem ser considerados paradigmas (*leading cases*) em futuras decisões.

Além de perscrutar os fundamentos das decisões, também será feita uma comparação com relação à fundamentação de decisões norte-americanas relevantes, citadas ao longo da presente tese. A comparação será feita apenas entre decisões judiciais brasileiras e estrangeiras, em função da tendência da CVM de analisar apenas a responsabilidade administrativa dos administradores das companhias e não das pessoas jurídicas.

¹²²² BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. Op. cit. p. 261-263.

¹²²³ Ibidem. p. 268.

¹²²⁴ Ibidem. p. 274.

5.6.1 Decisões relevantes sobre a responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas

O primeiro acórdão relevante em que se discutiu a responsabilidade civil de companhia aberta pelas informações divulgadas a investidores foi proferido no âmbito do Recurso Especial nº 1.162.117/SP¹²²⁵. O caso referiu-se a recurso interposto por investidores em face de acórdão proferido pelo TJSP, em demanda que versava sobre um pedido de obrigação de fazer da companhia com relação ao exercício de direitos previstos em bônus de subscrição¹²²⁶.

Tais valores mobiliários haviam sido adquiridos pelas recorrentes em 1996 e lhes garantia o direito de subscrever ações entre 1º e 30 de abril de 2003, pelo preço de R\$ 1.000,00 (mil reais) por lote de 1.000 (mil) ações, sendo tal valor corrigido monetariamente e acrescido de juros. Não obstante, caso a companhia realizasse aumento de capital por subscrição privada ou pública com um preço de emissão inferior ao previsto no bônus de subscrição, o valor mobiliário previa uma cláusula de ajuste, que garantia ao seu detentor o direito de subscrever as novas ações pelo mesmo preço de emissão aplicado em tal aumento. A redação da cláusula de ajuste do bônus de subscrição era a seguinte¹²²⁷:

Caso sejam efetuados aumentos de capital por subscrição privada ou pública até o término do prazo para o exercício do direito à subscrição, aumentos esses nos quais o preço de subscrição venha a ser inferior ao valor ajustado para o exercício de subscrição com base nos bônus calculados, no período de subscrição dessas ações será ajustado para igualar o preço de subscrição e todas as correções e ajustes subsequentes partirão desse novo patamar.

Em 1997, a companhia emitiu ações a beneficiários de um Plano de Opção de Compra de Ações, instituído nos termos do artigo 168, § 3º, da Lei nº 6.404/1976. Embora o preço de emissão dessas ações tenha sido inferior ao preço de emissão previsto no bônus de subscrição, a operação foi desconsiderada para fins da cláusula de ajuste do bônus de subscrição. Desse modo, os recorrentes ajuizaram ação para obrigar a companhia a emitir as ações do bônus de

¹²²⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014.

¹²²⁶ A mesma controvérsia, com os mesmos fatos, mas envolvendo autores diferentes, foi objeto do Recurso Especial nº 1.325.151/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.325.151/SP. Relator Ministro Marco Buzzi. Julgado em 17/09/2015. Publicado em 27/10/2015). Como a resolução do caso utilizou como parâmetro a decisão do Recurso Especial nº 1.162.117/SP, optou-se por discutir, na presente tese, apenas a decisão tomada no primeiro recurso.

¹²²⁷ Cf. página 3 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.162.117/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014).

subscrição pelo mesmo preço de emissão das ações emitidas no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações. A ré apresentou reconvenção para obrigar os recorrentes a subscrever as ações pelo preço de emissão previsto no bônus de subscrição, sem acionamento da cláusula de ajuste.

Os dois pedidos foram julgados improcedentes pelo Juízo de primeira instância, o que motivou a interposição de apelação pelas partes, tendo ambos os recursos sido improvidos. Por um lado, o pedido do autor seria improcedente, pois o Plano de Opção de Compra de Ações possuiria natureza diversa do bônus de subscrição e sua existência seria conhecida pelos detentores do valor mobiliário. Por outro, a reconvenção do réu também seria improcedente, já que o exercício do bônus de subscrição teria, como pressuposto, a possibilidade de os seus titulares poderem se beneficiar do mesmo preço de emissão das ações nos termos do Plano de Opção de Compra de Ações, sendo que a companhia não poderia obrigar os titulares dos bônus a exercerem seus direitos de subscrição por um preço de emissão com o qual não concordavam.

A questão controvertida, portanto, dizia respeito ao teor da cláusula de ajuste do preço de emissão das ações referenciadas nos bônus de subscrição, especialmente, em relação à sua eventual omissão quanto à desconsideração de aumentos de capital realizados nos termos de Plano de Opção de Compra de Ações. Além disso, os recorrentes alegaram ter havido violação de boa-fé objetiva e descumprimento do dever de informar pela companhia, em função de suposta omissão das condições nos bônus de subscrição.

Ao analisar a lide e as decisões proferidas pelas instâncias inferiores, o relator do caso, ministro João Otávio de Noronha, verificou que a alegada imprecisão na redação da cláusula de ajuste do bônus de subscrição seria decorrente da dúvida sobre a extensão do significado da expressão “aumento de capital por subscrição privada ou pública”, especificamente se ela abrangeria a emissão de ações por meio do Plano de Opção de Compra de Ações. Afirmou, assim, que a resolução do caso dependeria da interpretação da cláusula de ajuste e, por consequência, da distinção legal entre bônus de subscrição, opção de compra de ações e aumento de capital mediante subscrição pública ou particular de ações.

Quanto aos dois primeiros conceitos, o ministro relator entendeu, em síntese, que o bônus de subscrição e a opção de compra seriam institutos distintos, dadas as diferentes características com relação aos seus beneficiários, à sua onerosidade e aos critérios de determinação do preço de emissão das ações. O relator sustentou, ainda, que o aumento de capital por subscrição de ações não seria equivalente ao aumento de capital decorrente do exercício de direitos previstos em bônus de subscrição ou em opção de compra, pois, na

primeira operação, o objeto seria a colocação e o lançamento das próprias ações, enquanto, nas duas outras, a emissão das ações seria consequência do exercício de direito previsto no bônus ou na opção, conforme o caso.

De fato, o artigo 166 da Lei nº 6.404/1976 é claro ao traçar a distinção entre as hipóteses de: (i) aumento de capital por exercício de direitos decorrentes de bônus de subscrição ou plano de opção de compra de ações (inciso III); e (ii) aumento de capital por deliberação da assembleia-geral (inciso II, no caso de aumento deliberado no limite do capital autorizado, ou inciso IV, no caso de aumento de capital com reforma do estatuto).

Conforme explica Nelson Eizirik, o aumento de capital por exercício de direitos previstos em bônus de subscrição ou plano de opção de compra de ações caracteriza-se como obrigatório, pois não cabe a avaliação de sua conveniência e oportunidade pelos administradores¹²²⁸. Ao contrário das hipóteses do artigo 166, II e IV, da Lei nº 6.404/1976, em que o aumento de capital é gerado por uma decisão da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração (no caso de aumento no limite do capital autorizado), a hipótese do inciso III resultaria em aumento de capital obrigatório a partir do exercício de direitos de subscrição.

Com base na distinção feita sobre as diferentes hipóteses de aumento de capital e seus impactos na interpretação da cláusula de ajuste do bônus de subscrição, o relator argumentou não ter havido violação de boa-fé objetiva ou do dever de informar pela companhia, visto que inexistente a imprecisão alegada. É interessante notar que, nesse ponto, o relator deixou claro que a boa-fé objetiva, no caso concreto, deveria ser analisada à luz das práticas do mercado de valores mobiliários e dos princípios e normas que as informam, como pode ser lido no seguinte trecho do seu voto¹²²⁹:

Não chego, no presente caso, a afastar totalmente o princípio da boa-fé objetiva, como o fez a Terceira Turma no caso concreto que analisou. Mas está evidente que esse princípio não reina absoluto sobre os demais. Conforme há pouco enunciei, penso que o princípio da boa-fé objetiva, em matéria societária, deve ser interpretado à luz das práticas do mercado de capitais e dos princípios e normas que as informam, todos extraídos das leis especiais que regem esse mercado. Dissociar o primeiro dos segundos implica quebra da unidade sistemática do Direito Societário.

Além de afastar a imprecisão da redação da cláusula de ajuste do bônus, o relator ressaltou que o Plano de Opção de Compra de Ações já existia à época da emissão dos valores mobiliários, de modo que seus titulares não poderiam alegar desconhecimento de seus termos.

¹²²⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188...** Op. cit. p. 470.

¹²²⁹ Cf. página 78 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.162.117/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014).

O argumento foi reforçado no voto proferido pela Ministra Maria Isabel Gallotti, que acompanhou o relator.

O fato de os titulares dos bônus de subscrição terem tido conhecimento da existência do Plano de Opção de Compra de Ações levou o Ministro Luis Felipe Salomão a concluir de forma diversa. Para o referido julgador, em seu voto divergente, o fato de os investidores terem tido conhecimento da existência do plano pode ter sido um dos motivadores para a aquisição do bônus, pois haveria a legítima expectativa de que a emissão de ações aos beneficiários do Plano acionaria a cláusula de ajuste do bônus de subscrição. Para chegar a essa conclusão, o magistrado afirmou que não haveria distinção entre a subscrição pública ou particular decorrente de aumento de capital ou de exercício de direitos previstos em bônus de subscrição ou opção de compra¹²³⁰.

Não obstante a opinião do magistrado, constatou-se, acima, que o exercício dos direitos associados a bônus de subscrição ou plano de opção de compra resultam em aumento de capital que possui natureza diversa daquele deliberado pela Assembleia Geral ou Conselho de Administração (no caso de aumento realizado no limite do capital autorizado).

No entanto, embora sejam hipóteses distintas de aumento de capital, todas elas envolvem subscrição pública ou particular de ações (exceto no caso de aumento de capital mediante capitalização de reservas e lucros por companhias com ações sem valor nominal, que pode ser realizada sem emissão de novas ações, nos termos do artigo 169, § 1º, da Lei nº 6.404/1976). Além disso, ainda que o artigo 166 da Lei nº 6.404/1976 faça distinção entre diferentes hipóteses de aumento de capital, a redação do bônus de subscrição não fez qualquer distinção, embora pudesse ter feito.

Dado que a redação do bônus de subscrição condicionava a aplicação da cláusula de ajuste à subscrição pública ou particular a preço inferior ao previsto no bônus, sem fazer distinção quanto ao ato originador da subscrição, caberia razão aos titulares que teriam a justa expectativa de subscrever ações da companhia ao mesmo preço garantido aos beneficiários do Plano de Opção de Compra de Ações.

Por todos esses fundamentos, o ministro Luis Felipe Salomão decidiu que, se a companhia entendia que as ações emitidas nos termos do seu Plano de Opção de Compra de

¹²³⁰ “Portanto, de tudo o quanto até aqui foi exposto, conclui-se, com absoluta certeza, que o exercício dos direitos decorrentes de ‘planos de opções’ e dos ‘bônus de subscrição’, como se pode ver pela abalizada doutrina dominante, acarreta aumentos de capital por subscrição privada de ações, sendo, assim, desinfluyente a essa consequência a finalidade dos referidos institutos jurídicos, ou a sua disposição na lei societária” (Cf. página 78 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014).

Ações não acionaria a cláusula de ajuste do bônus de subscrição, essa informação deveria ter sido claramente divulgada aos investidores. Não tendo sido divulgada de forma clara, haveria responsabilidade da companhia perante os investidores pela imprecisão¹²³¹:

Inverte a lógica de análise dos fatos e da boa-fé querer-se imputar aos subscritores dos bônus a responsabilidade por eventual interpretação equivocada dos termos da cláusula de ajuste, quando, em realidade, consoante já exaustivamente demonstrado, a interpretação indevida está sendo realizada pela companhia ré e pelo acórdão recorrido, e pior, na última hora antes do cumprimento do que era contratado e devido. Equivale dizer, utilizando uma expressão popular, que a Companhia quer modificar as regras do jogo, depois que encerrada a partida. Se a Companhia, ao promover a subscrição dos bônus, não fez consignar a ressalva de que as anteriores opções de compra outorgadas não seriam consideradas na fixação do preço das ações, tampouco informa tempestivamente ao mercado, deve assumir a responsabilidade do que ficou estabelecido.

Entende-se, em linha com o argumento defendido pelo ministro Luis Felipe Salomão, que a solução da lide deveria ter se desenvolvido a partir da precisão e da clareza da redação do bônus. Se o investidor fosse capaz, a partir da informação recebida, de entender que o preço de emissão das ações do bônus de subscrição não sofreria ajuste em decorrência de subscrição de ações por exercício de opção de compra, não haveria fundamento para pleitearem direito ao ajuste do preço. No entanto, ao que parece, a redação não foi clara, pois não fazia qualquer distinção quanto às hipóteses de aumento de capital por subscrição pública ou particular que poderiam acionar a cláusula de ajuste, muito embora o artigo 166 da Lei nº 6.404/1976 permita tal distinção. Logo, entende-se que o bônus de subscrição não continha informação precisa e, portanto, a decisão mais correta teria sido conceder indenização aos investidores pelos danos sofridos (caso comprovados).

Outro caso em que se discutiu a responsabilidade civil da companhia aberta por violação do dever de informar refere-se à Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000¹²³², no qual a 5ª Câmara de Direito Privado do TJSP debruçou-se sobre o pedido de ressarcimento ajuizado por diversos investidores em face do Banco ABN Amro Real S.A.

Em síntese, os autores alegaram que o banco não divulgou, de forma clara, a existência de um contrato epistolar, celebrado em 7 de julho de 1998, pelo qual seu antigo controlador havia se comprometido a alienar o controle do Banco Real S.A. ao ABN Amro Bank N.V. Os autores teriam vendido as suas ações ao novo controlador no mercado

¹²³¹ Cf. página 138 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.162.117/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014).

¹²³² SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011.

secundário, por meio de ofertas públicas realizadas em 10 de novembro e 28 de dezembro de 1998, por um preço inferior ao que teriam aceitado caso tivessem conhecimento da venda do controle. A transferência do controle do Banco Real S.A. ao ABN Amro Bank N.V. foi implementada no final do ano de 1999, após aprovação do Banco Central do Brasil.

Os fatos discutidos no litígio ocorreram nos anos de 1998 e 1999, portanto, no período entre a revogação do artigo 254 da Lei nº 6.404/1976 (que garantia o tratamento igualitário de acionistas minoritários na alienação de controle) pela Lei nº 9.457/1997 e a inserção do artigo 254-A à lei societária pela Lei nº 10.303/2001. O referido artigo passou a condicionar a alienação de controle à realização de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos acionistas minoritários por ao menos 80% (oitenta por cento) do preço pago por ação com direito a voto do bloco de controle. Desse modo, não havia, à época, impedimento para que o ABN Amro Bank N.V. adquirisse o controle do Banco Real S.A. e, em paralelo, adquirisse também, por preços livremente negociados, ações detidas por acionistas minoritários na bolsa de valores.

O juízo de primeiro grau julgou improcedente o pedido de ressarcimento dos autores, determinando que não teria havido falha informacional, que eles já teriam tido conhecimento da alienação do controle por meio da imprensa e que os danos patrimoniais alegados seriam hipotéticos. A decisão foi revertida em segunda instância, quando o TJSP decidiu, por maioria, pela procedência do pedido.

A companhia teria publicado dois fatos relevantes sobre o negócio (em 9 e 23 de julho de 1998). No primeiro deles, o contrato celebrado com ABN Amro Bank N.V. foi classificado como uma parceria estratégica, enquanto, no segundo, informou-se de forma expressa que a parceria não envolveria a aquisição de ações do Banco Real S.A. No entanto, ao final de 1998, quando já tramitava no Banco Central do Brasil o pedido de transferência de controle do Banco Real S.A., a imprensa especializada passou a dar notícia sobre a real natureza da operação.

Questionada pela CVM a respeito da discrepância entre as notícias então veiculadas sobre o negócio entre o Banco Real S.A. e o ABN Amro Bank N.V. e os fatos relevantes divulgados ao mercado, novamente, a companhia negou que haveria contrato prevendo a transferência de seu controle. Em vista disso, a relatora do caso, desembargadora Christine Santini afirmou que a omissão de informação relevante teria sido dolosa¹²³³:

¹²³³ Cf. página 27 do voto da Desembargadora Christine Santini na Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000 (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº

Ora, conforme pacífico na doutrina, a publicação de fato relevante deve se dar de modo imediato, o que significa, no caso, que firmado o contrato cujo objeto era a aquisição do controle, isto deveria ter sido informado ao mercado. No entanto, a conduta adotada pelos envolvidos foi exatamente a oposta. Estes dolosamente negaram a operação, levando a erro não apenas os autores como o público em geral.

De fato, considerando que o contrato celebrado entre o ex-controlador e o ABN Amro Bank N.V. dizia respeito, de fato, à alienação do controle acionário do Banco Real S.A., as divulgações realizadas pela companhia podem ser consideradas falsas, na medida em que as informações contidas nos fatos relevantes publicados não correspondem à realidade dos fatos.

Em resposta ao argumento de que a companhia não poderia ser responsabilizada por eventual falha na divulgação de fatos relevantes por seus diretores, a desembargadora considerou que a própria companhia poderia ser responsabilizada pela violação informacional, na medida em que a pessoa jurídica responde pelos atos de seus administradores, conforme se depreende do seguinte trecho¹²³⁴:

E tampouco se afirme, como pretende a ré, que estes deveres de informação recaem apenas sobre seus administradores (pessoas físicas), uma vez que a pessoa jurídica é responsável pela irregularidade do proceder de seus representantes e deve dar publicidade aos atos relevantes que realiza.

Trata-se de conclusão em linha com o posicionamento defendido na presente tese, isto é, de que a companhia responde pelas falhas informacionais nas divulgações realizadas por meio de seus diretores, uma vez que, pela teoria organicista, os atos regulares de gestão dos administradores são imputáveis à pessoa jurídica.

Quanto aos prejuízos sofridos pelos investidores, a desembargadora Christine Santini afirmou, em seu voto, que esses deveriam ser apurados por meio da “diferença entre o valor efetivamente devido e aquele pago, com correção monetária desde a época das operações e juros de mora à taxa legal desde a citação”¹²³⁵. Em outras palavras, o prejuízo dos autores seria equivalente ao preço que praticariam na negociação de suas ações caso tivessem

9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011).

¹²³⁴ Cf. página 28 do voto da Desembargadora Christine Santini na Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000 (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011).

¹²³⁵ Cf. página 32 do voto da Desembargadora Christine Santini na Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000 (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011).

informações precisas e completas e o preço que foi efetivamente praticado com base em informações falsas.

O desembargador James Siano proferiu voto divergente, concordando com a decisão do juízo de primeiro grau quanto à ausência de violação do dever de informar. De acordo com o voto divergente, a efetiva transferência de controle do Banco Real S.A. somente teria ocorrido em 1999, de modo que esse fato não precisaria ter sido divulgado em 1998, não obstante a existência do contrato vinculativo a respeito da venda de controle da companhia celebrado entre o então controlador e o ABN Amro Bank N.V.¹²³⁶

Ademais, o magistrado concordou com a decisão do juízo de primeira instância sobre a natureza hipotética dos danos alegados pelos autores, posto que apenas demonstraram a possibilidade e não a existência efetiva de um dano patrimonial¹²³⁷.

Por um lado, deve-se concordar com a decisão, por maioria, do TJSP quanto à existência de violação do dever de informar, já que parece claro, pelas informações constantes no voto vencedor proferido pela desembargadora Christine Santini, que o Banco Real S.A. divulgou informações falsas ao mercado, tendo, inclusive, confirmado o seu teor quando questionado pela CVM. Também deve ser destacada a decisão acertada quanto à legitimidade passiva da companhia, já que eventual divulgação defeituosa de fato relevante feita por seus diretores pode ser a ela imputada.

Por outro lado, discorda-se da decisão quanto à caracterização dos danos. A julgadora limitou-se a acatar o critério para apuração dos danos, referente à diferença do preço dos valores mobiliários vendidos pelos investidores com base em informações falsas, e o preço que eles teriam praticado caso tivessem informações completas. No entanto, não basta que o investidor estabeleça o critério para apuração de danos; é preciso que ele demonstre, a partir

¹²³⁶ “Cabe acrescentar que inexistente realmente a configuração de ato ilícito. Quando da realização de ofertas públicas para aquisição de ações preferenciais, em 28.12.98 (f. 162/164), ainda que houvesse já há época a intenção concreta do réu-recorrido de assumir o controle acionário do Banco Real, questão amplamente alardeada na mídia especializada e que possuía a favor o interesse do Governo Federal divulgado por decreto (f. 357); a transferência de fato somente foi autorizada pelo Banco Central em 17.11.99, conforme publicado no Diário Oficial de 19.11.99” (cf. página 9 do voto divergente proferido pelo Desembargador James Siano na Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Vide SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011).

¹²³⁷ “O dano afirmado é meramente conjectural pela suposição de que a compra do Banco Real por instituição que representaria o oitavo maior banco do mundo poderia alavancar o preço das ações além daquele oferecido quando das ofertas públicas. Afora a natureza hipotética do dano, este não se confirmou na prática pela efetiva queda do preço, mesmo após se tomar oficial a aquisição impugnada” (cf. página 10 do voto divergente proferido pelo desembargador James Siano na Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Vide SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011).

do critério de apuração dos danos emergentes, a existência de dano patrimonial efetivamente sofrido.

Nesse ponto, deve-se dar razão ao voto divergente proferido pelo desembargador James Siano que, acertadamente, apontou a inexistência da demonstração de dano efetivo pelos autores. Mencionado voto, inclusive, constatou que a cotação das ações do Banco Real S.A. teriam sofrido queda após a sua venda pelos autores, o que indicaria que teriam alienado os seus valores mobiliários por preço superior ao que se registrou após a informação correta ter chegado ao conhecimento do público investidor, reforçando a possibilidade de inexistência de dano efetivo.

Ainda que a decisão do TJSP tenha sido correta quanto à existência da violação de dever de informar pelo Banco Real S.A., identificando divulgação de informações falsas a investidores, ela foi revertida posteriormente pelo STJ no Recurso Especial nº 1.540.428/SP¹²³⁸. Em decisão tomada por maioria, nos termos do voto proferido pelo ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, o STJ afastou a alegação de que o Banco Real S.A. teria cometido violação do seu dever de informar e decidiu que o dano alegado pelos investidores seria hipotético.

O fundamento principal do voto é que o pedido de ressarcimento formulado pelos investidores teria lastro em suposta negociação com informação privilegiada¹²³⁹, embora, à época das negociações, os investidores supostamente já tivessem conhecimento da transferência de controle do Banco Real S.A. por meio da imprensa e da tramitação do pedido de alteração de controle acionário perante o Banco Central do Brasil¹²⁴⁰. Além de ter decidido

¹²³⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018.

¹²³⁹ “A pretensão inaugural se funda, portanto, no dever imposto aos administradores de revelar ao público fatos relevantes capazes de influir no mercado investidor (duty of disclosure) e no uso indevido de informações privilegiadas (insider trading), referindo-se os autores, por ambos os fundamentos apresentados, à cessão/alienação do controle acionário do Grupo Real” (cf. página 53 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

¹²⁴⁰ “A contrario sensu, se os investidores têm ciência da informação por outros meios oficiais diversos da publicação de fato relevante, não se pode afirmar que tenham eles negociado seus títulos sem o conhecimento de fato capaz de influir na cotação das ações e na decisão de vendê-las ou comprá-las. Por conseguinte, em se tratando da alienação do controle de companhia aberta que depende de autorização do governo para funcionar, sujeita, portanto, à prévia autorização dos órgãos competentes, nos termos do art. 255 da Lei no 6.404/1976, não se pode alegar o desconhecimento do fato a partir do momento em que essa autorização se torna pública. No caso em apreço, o pedido dirigido ao Banco Central do Brasil visando à outorga de autorização para a transferência das ações ordinárias remanescentes, como bem destacou o Relator, foi formulado em 6/10/1998, tendo a referida autarquia deliberado pela sua aprovação no dia 7/10/1998” (cf. páginas 57-58 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

pela ausência de violação de dever de informar, o magistrado observou que não teria havido efetiva demonstração de existência de dano patrimonial efetivo pelos autores.

A respeito do dano, o referido ministro sugeriu que a sua demonstração poderia ser feita por meio da comparação entre o preço recebido pelos investidores e a cotação dos valores mobiliários a partir do momento em que a informação completa foi divulgada¹²⁴¹:

Se o que se busca ressarcir são os danos causados pela venda antecipada de ações, antes da divulgação da venda do controle acionário da companhia ao público investidor, caberia aos autores comprovar a existência de efetivo prejuízo na venda de seus títulos, tendo como parâmetro a comparação entre o preço recebido e a cotação desses papéis a partir do momento em que a informação omitida veio a público.

Trata-se, precisamente, do critério de apuração de danos defendido nesta tese. No entanto, conforme destacou o julgador, não basta que o investidor alegue a existência de dano em tese, sendo necessária a comprovação de sua efetiva existência¹²⁴².

O ministro Marco Aurélio Belizze proferiu voto que restou vencido, em que consignou que a controvérsia diria respeito, na verdade, não à existência de negociação de valores mobiliários com informações privilegiadas, mas sim à eventual “inobservância do dever de divulgar Fato Relevante ao mercado investidor referente à alienação do controle da companhia, notadamente por ocasião das ofertas públicas de compra de ações preferenciais”¹²⁴³.

O voto vencido esclareceu fatos importantes, para o correto exame do caso, que não tinham sido abordados em detalhes pelas decisões das instâncias inferiores. Segundo o referido voto, a carta-contrato enviada pelo ABN Amro Bank N.V. ao antigo controlador do Banco Real S.A. em 29 de junho de 1998, aceita por este em 7 de julho de 1998, versava sobre a transferência de controle da companhia. No entanto, em 3 de julho de 1998, as partes submeteram ao Banco Central do Brasil o pedido de transferência de uma parcela minoritária do capital social do Banco Real S.A., que foi implementada nos meses seguintes.

Foi nesse contexto que a companhia divulgou ao mercado que a operação referia apenas a uma “parceria estratégica”. Somente em 6 de outubro de 1998, quando a

¹²⁴¹ Página 67 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

¹²⁴² Cf. páginas 67-68 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

¹²⁴³ Cf. página 13 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

transferência da parcela minoritária do capital havia sido concluída, o ABN Amro Bank N.V. solicitou autorização do Banco Central do Brasil para assumir o controle do Banco Real S.A., pedido esse que foi deferido no dia seguinte, em 7 de outubro de 1998.

A transferência do controle teria sido concluída em 5 de novembro de 1998, mesma data em que o Banco Real S.A. teria noticiado ao mercado a conclusão da operação que havia sido divulgada por meio de fato relevante publicado em 23 de julho 1998, referente à divulgação da suposta “parceria estratégica” com o ABN Amro Bank N.V. As ofertas públicas de aquisição das ações detidas por investidores minoritários ocorreram dias depois, em 10 de novembro de 1998 e 28 de dezembro de 1998.

Pela sequência dos fatos e pelo conteúdo das informações que foram apresentadas aos investidores, constata-se que houve clara violação do dever de informar pelo Banco Real S.A. em duas ocasiões. O fato relevante divulgado em 23 de julho de 1998 continha informação inverídica, já que o contrato para transferência de controle da companhia foi classificado como um compromisso de uma “parceria estratégica”.

Em segundo lugar, em 5 de novembro de 1998, quando a transferência do controle foi efetivamente concluída, a companhia reafirmou a informação divulgada em 23 de julho de 1998, deixando de esclarecer, como deveria ter feito, que o negócio buscava implementar, na verdade, a transferência de seu controle. Tudo isso foi feito às vésperas das ofertas públicas de aquisição direcionadas aos investidores minoritários do Banco Real S.A., que tomaram a decisão de venda de suas ações com base nas informações falsas divulgadas pela companhia.

Com base nesses fatos, o ministro Marco Aurélio Belizze decidiu, acertadamente, que houve tentativa deliberada do Banco Real S.A. de levar os seus investidores a erro¹²⁴⁴:

Aliás, o deliberado propósito de omitir do mercado o fato relevante consistente na transferência do controle do Grupo Real, mesmo após as negociações das ações dos acionistas minoritários, por meio da oferta pública de compra, evidencia clara tentativa de escamotear a ilicitude do proceder adotado. Somente em 20/11/1999, quando há muito a transferência do controle acionário já se encontrava efetivada e, concluídas as negociações de compra de ações dos acionistas não controladores por meio de ofertas públicas, o Banco Real S.A. dignou-se a, finalmente, divulgar fato relevante, consistente na autorização do Banco Central ao ABN Amro Bank de participar em até 100% do capital do Banco Real, da Companhia Real de Crédito Imobiliário e da Companhia Real de Valores – DTVM (e-STJ, fls. 380). Ressai inequívoco, portanto, que a realização das ofertas públicas de compra das ações dos acionistas minoritários deu-se, deliberadamente, sem a imprescindível e anterior divulgação ao público em geral acerca da transferência do controle do Grupo Real ao ABN, em claro prejuízo aos acionistas minoritários e ao mercado como um todo.

¹²⁴⁴ Cf. página 31 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

Quanto à questão dos danos, o julgador concordou com a decisão do TJSP no sentido de que a apuração dos danos poderia ocorrer em fase de liquidação de sentença e poderia ter como base o preço pago pelas ações do bloco de controle¹²⁴⁵.

A decisão tomada pelo STJ deve ser criticada quanto à existência de violação do dever de informar pelo Banco Real S.A. Embora o ministro Marco Aurélio Belizze tenha demonstrado que houve divulgação dolosa de informações falsas pela companhia, o tribunal acatou a decisão do ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, que decidiu pela inexistência de violação de dever legal pelo Banco Real S.A. em função de os investidores terem, supostamente, tido conhecimento da transferência de controle da companhia por meio da imprensa. Ainda que os investidores pudessem ter tido acesso à informação correta por outras fontes, isso não excluiria o fato de que o Banco Real S.A. violou o seu dever de informar ao ter divulgado ao mercado, em duas ocasiões distintas, informações inverídicas dolosamente.

Quanto à inexistência de demonstração de dano efetivo, no entanto, entende-se que o voto vencedor foi adequado, pois, de fato, os investidores parecem ter-se limitado a alegar a possibilidade da existência de um dano, deixando de cumprir o seu ônus de demonstrar a existência de um dano patrimonial efetivamente sofrido.

Além dos casos, acima mencionados, em que a própria companhia é demandada por investidores, há outros 2 (dois) relevantes em que se buscou ressarcimento de outras pessoas por violações do dever de informar.

O primeiro deles refere-se ao Recurso Especial nº 1.069.676/RS¹²⁴⁶, relacionado, na origem, a um pedido de ressarcimento ajuizado pelo Instituto de Resseguros do Brasil (“IRB”) contra companhia aberta e sua controladora à época, JC Penney Brasil Comercial Ltda. A demanda estava assentada na alegação de que a controladora teria realizado oferta pública entre 23 de dezembro de 1998 e 30 de dezembro 1998 para adquirir ações preferenciais de sua controlada ao preço de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais) por lote de 1.000 (mil) ações, oferta que foi aceita pelo IRB.

No entanto, em 19 de janeiro de 1999, apenas dezenove dias depois do encerramento da oferta, a controladora realizou leilão na bolsa de valores para adquirir ações preferenciais

¹²⁴⁵ “Tem-se, nesse contexto, que o critério de indenização adotado na origem, facultado pela lei de regência, afigurou-se adequado porque reflete o sobrepreço auferido pelo novo controlador, com a aquisição do poder de reorganização empresarial - valor que é, naturalmente, diluído em todas as ações da companhia, independentemente de sua natureza, se com ou sem direito a voto” (página 41 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018).

¹²⁴⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Relator Ministro Sidnei Beneti. Julgado em 06/08/2009. Publicado em 18/11/2009.

da mesma classe por R\$ 37,61 (trinta e sete reais e sessenta e um centavos) por lote de 1.000 (mil) ações, um valor substancialmente superior ao da oferta.

Segundo alegou o IRB, a controladora deixou de informar aos destinatários de sua oferta de aquisição de ações que estaria conduzindo negociações com alguns detentores de ações preferenciais da controlada e que teria intenção de pagar um preço superior ao que constava na oferta, o que motivou a demanda ajuizada contra a companhia e sua controladora.

A controvérsia submetida ao STJ dizia respeito especificamente à possibilidade de compensação de honorários sucumbenciais, já que a demanda foi julgada procedente com relação à controladora, mas improcedente perante a controlada. Segundo o acórdão da decisão proferida pela Sexta Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul, a companhia não teria legitimidade para figurar no polo passivo da demanda, na medida em que não havia praticado qualquer ato que pudesse gerar os prejuízos alegados pelo IRB.

A controladora, por outro lado, foi condenada a ressarcir os prejuízos causados ao investidor em função da omissão de informação quanto às alegadas negociações paralelas que conduzia enquanto realizava oferta pública de aquisição de ações. Segundo o IRB, o valor dos honorários de sucumbência devidos aos seus advogados pela controladora poderia ser compensado com os valores que o próprio IRB devia aos advogados da companhia controlada.

Em voto-vista em que os pontos controvertidos do caso foram analisados em maiores detalhes, a ministra Nancy Andrichi notou que a acionista controladora havia informado ao mercado, quando lançou a sua oferta pública de aquisição, que estaria disposta a adquirir até 70% (setenta por cento) das ações preferenciais da companhia, sem que houvesse qualquer menção à intenção de adquirir lotes adicionais de ações que eventualmente permanecessem em circulação¹²⁴⁷. A omissão, segundo a magistrada, permitiria concluir que houve violação do dever de informar e de boa-fé pela controladora¹²⁴⁸.

¹²⁴⁷ “Na hipótese dos autos, no momento em que se promoveu a oferta pública de ações, a informação divulgada ao mercado daria conta de que o interesse do grupo J.C. Penney seria de adquirir até 70% das ações preferenciais da companhia. É razoável supor que essa informação tenha sido fundamental na decisão dos acionistas de venderem, na primeira Oferta Pública, a sua participação pelo preço anunciado. A disposição manifestada pelos controladores de adquirirem, pouco mais de 15 dias depois, mais um lote de ações, por preço bem mais elevado, a fim de chegar à titularidade de quase 95% das ações preferenciais, é contraditória com as notícias inicialmente divulgadas” (cf. página 25 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Relator Ministro Sidnei Beneti. Julgado em 06/08/2009. Publicado em 18/11/2009).

¹²⁴⁸ Cf. página 27 do inteiro teor do acórdão proferido no Recurso Especial nº 1.069.676/RS (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Relator Ministro Sidnei Beneti. Julgado em 06/08/2009. Publicado em 18/11/2009).

Quanto aos danos, a ministra Nancy Andrighi sustentou que deveriam ser equivalentes à diferença entre o preço por ação pago ao IRB no âmbito da oferta pública de aquisição de ações preferenciais e aquele praticado no leilão realizado em 19 de janeiro de 1999, de modo que todos os acionistas detentores de ações preferenciais fossem tratados de forma equitativa.

Acredita-se que a decisão do STJ nesse caso foi acertada. Embora o principal ponto controvertido submetido à Corte tenha sido a questão da compensação de honorários sucumbenciais, que não é relevante para a presente tese, mostrou-se acertada a confirmação do teor da decisão proferida pela Sexta Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul quanto: (i) à omissão informacional pela acionista controladora; (ii) à ilegitimidade passiva da companhia aberta controlada; e (iii) à quantificação dos danos.

Quanto ao primeiro ponto, o fato de a controladora ter manifestado o desejo de adquirir até 70% (setenta por cento) das ações preferenciais da companhia, sem revelar que teria a intenção de adquirir as ações que remanescessem após a oferta por um preço superior, pode ter levado investidores (como o IRB) a erro. Caso a ofertante tivesse sido transparente quanto às suas intenções, os acionistas preferencialistas que aceitaram a oferta provavelmente teriam tomado decisão distinta.

Com relação à ilegitimidade passiva da companhia, não se discutiu a imputabilidade de atos de divulgação de informação imprecisa a ela. A questão, no caso concreto, é que a companhia não teria adotado nenhum ato que pudesse ter causado dano ao IRB. Não havia, assim, violação de dever legal (e por consequência, ato ilícito) e nexos causal que justificassem a responsabilização civil da companhia.

Por fim, quanto à questão da quantificação do dano, o critério adotado é o que melhor se amolda ao caso concreto: o preço praticado pela acionista controladora em leilão realizado na bolsa de valores em 19 de janeiro de 1999 era o que mais se aproximava ao valor real das ações preferenciais e que seria recebido pelo IRB caso tivesse informações precisas e completas.

Em outro caso julgado pelo STJ, investidores buscaram ressarcimento dos danos alegadamente sofridos por violações do dever de informar da CVM e não da companhia, seus acionistas controladores ou administradores.

No Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ¹²⁴⁹, a controvérsia girava em torno de pedido de ressarcimento ajuizado por acionistas da OGX Óleo e Gás Participações S.A. contra a CVM, sob o argumento de que a autarquia teria contribuído para a geração do

¹²⁴⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ. Relator Ministro Herman Benjamin. Julgado em 15/08/2019. Publicado em 10/09/2019.

dano ao ter, supostamente, se omitido na fiscalização das informações que a companhia divulgava ao mercado.

O Tribunal Regional Federal da 2ª Região entendeu que os acionistas não teriam comprovado a existência de falha no dever de fiscalização da CVM ou do nexo causal entre a eventual falha e os prejuízos alegados. O STJ não alterou a conclusão, reafirmando a sentença proferida pela instância inferior, no sentido de exonerar a CVM de responsabilidade¹²⁵⁰.

A decisão do STJ foi acertada, mas poderia ter ido além, uma vez que a CVM não possui poderes ou obrigação de revisar ou avaliar, de forma prévia, a precisão e a veracidade das informações divulgadas pelas companhias. Portanto, seria possível sustentar que a autarquia não possuiria nem mesmo legitimidade para figurar no polo passivo de ação de ressarcimento por violações informacionais de emissores de valores mobiliários, haja vista ser obrigação dos emissores assegurar que suas divulgações sejam precisas e verdadeiras. A supervisão da CVM com relação a divulgações feitas por emissores ocorre *a posteriori*, no âmbito de processo administrativo sancionador, caso haja indícios de que a informação divulgada não era precisa ou verdadeira.

A partir desse breve apanhado, verifica-se que, embora a discussão sobre a responsabilidade civil da companhia por informações divulgadas ao mercado ainda seja incipiente no Poder Judiciário brasileiro, é possível extrair algumas tendências do desenvolvimento jurisprudencial do tema a partir de algumas decisões relevantes, especialmente do STJ, a saber: (i) a violação do dever de informar pela companhia é examinada sob a perspectiva do ato ilícito (artigos 186 e 927 do Código Civil), sendo necessário ao autor comprovar culpa, nexo causal e dano efetivo; (ii) a análise da falha informacional é feita a partir da lógica e do quadro normativo do mercado de valores mobiliários, aplicando-se conceitos mais amplos do direito privado, como a boa-fé objetiva, a partir desse contexto específico; e (iii) o dano deve ser aferido, de forma concreta, a partir da

¹²⁵⁰ “O Tribunal de origem, à luz do contexto fático e probatório dos autos concluiu que ‘Não restou comprovada, assim, omissão por parte da CVM em relação ao seu dever de fiscalização e o nexo de causalidade entre sua conduta e os prejuízos decorrentes dos investimentos de alto risco perpetrados pelos autores, impondo-se a manutenção da improcedência do pedido’. Aduziu que ‘de acordo com os documentos carreados, o senhor Carlos Leblein, maior investidor dentre os autores, continuou a adquirir títulos da companhia mesmo após 1/07/2013, quando houve a divulgação do fato relatado nos autos’ e que ‘É fato notório que a OGX PETROLEO E GAS PARTICIPAÇÕES S/A, quando se abriu para o mercado lançando suas ações, apresentava-se como empresa de exploração petrolífera sem nunca ter furado um poço sequer! Desde o momento em que compraram a primeira ação da empresa, portanto, os autores deveriam estar cientes do risco da operação’. Ou seja, reformar o julgado para atribuir a responsabilidade civil da parte recorrida e o dever de indenizar demandaria, inevitavelmente, o revolvimento de todo o acervo fático e probatório, o que atrai a aplicação da Súmula 7/STJ” (cf. página 12 do inteiro teor do acórdão proferido no Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ. Vide BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ. Relator Ministro Herman Benjamin. Julgado em 15/08/2019. Publicado em 10/09/2019).

diferença entre o preço afetado pela falha informacional e o preço que vigoraria caso a informação divulgada ao mercado fosse adequada.

Ademais, embora a maioria das decisões tenha afastado a responsabilidade civil da companhia, a não responsabilização decorreu, em todos os casos, de questões de mérito e não de eventual ilegitimidade passiva da pessoa jurídica. Portanto, nos casos complexos examinados, em que tribunais se dedicaram aos detalhes técnicos das lides, a ilegitimidade passiva da companhia por violações informacionais não foi admitida ou mesmo cogitada.

Acredita-se que essas tendências estão em linha com as conclusões alcançadas ao longo da presente tese, sendo compatíveis com o objetivo da Lei nº 6.385/1976 de promover o funcionamento eficiente do mercado, e deverão ser reforçadas no desenvolvimento da jurisprudência sobre a responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações imprecisas ou falsas.

5.6.2 Comparação entre decisões brasileiras e norte-americanas a respeito da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas

De modo a tornar a análise das decisões judiciais brasileiras mais elucidativa, é recomendável compará-las com algumas tomadas por tribunais norte-americanos, mais afeitos à matéria da responsabilidade civil da companhia por violações informacionais.

A primeira comparação que se pode fazer é entre a decisão da Corte de Apelações do 2º Circuito no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*¹²⁵¹ com as decisões tomadas pelo STJ: (i) no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ¹²⁵², no qual investidores pleitearam indenização da CVM por suposta falha de fiscalização das informações fornecidas pela OGX Óleo e Gás Participações (doravante “Caso OGX”); e (ii) no Recurso Especial nº 1.540.428/SP¹²⁵³, referente à divulgação de informações pelo Banco Real S.A. sobre a aquisição de seu controle (doravante “Caso Banco Real”), ambas examinadas na seção 5.6.1 *supra*.

¹²⁵¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 30882, Relator Sterry R. Waterman, julgado em 13/08/1968. Referência original: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968).

¹²⁵² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ. Relator Ministro Herman Benjamin. Julgado em 15/08/2019. Publicado em 10/09/2019.

¹²⁵³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018.

No caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*¹²⁵⁴, examinado na seção 3.3.1 *supra*, a Corte de Apelações do 2º Circuito debruçou-se sobre duas acusações distintas: (i) de que diretores da companhia negociaram seus valores mobiliários em posse de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado a respeito do progresso de atividades de exploração de minérios; e (ii) de que a companhia teria divulgado informações enganosas a respeito do potencial comercial de certas reservas de minério.

Conforme relatado em detalhes na seção 3.3.1 *supra*, as alegações contra a *Texas Gulf Sulphur Co.* diziam respeito às divulgações de informação ao mercado a partir de abril de 1964, quando rumores sobre a possível descoberta de uma jazida de minério pela companhia começaram a circular pelo mercado. No dia 12 do mesmo mês, o vice-presidente da companhia afastou os rumores, afirmando que eles eram exagerados e que os resultados das atividades de exploração ainda eram inconclusivos. No entanto, em 16 de abril, apenas quatro dias depois, a companhia anunciou a descoberta de uma significativa jazida de minérios.

O grande debate do caso girava em torno da materialidade de informações enganosas divulgadas sobre as reservas de minério da companhia, já que o juízo de primeira instância havia afastado a responsabilidade civil dela e dos administradores com base na constatação de que a informação, alegadamente enganosa, não era material, isto é, não era relevante para a decisão do investidor. Os fatos do caso (relatados em detalhes na seção 3.3.1), no entanto, indicavam que os próprios administradores da *Texas Gulf Sulphur Co.* atribuíam relevância às informações sobre as reservas de minério em exploração.

Ao analisar o caso em recurso contra a decisão da primeira instância, a Corte de Apelações decidiu que a materialidade de informações prospectivas depende da avaliação de probabilidade de concretização do fato e da esperada magnitude do evento com relação à atividade da companhia como um todo. Notando que os próprios *insiders* atribuíam importância à informação não divulgada tempestivamente pela companhia, concluiu que a informação considerada relevante por *insiders*, provavelmente, seria encarada da mesma forma por *outsiders*.

O paralelo com o Caso OGX é cabível em função da similitude dos fatos, pois as informações divulgadas pela companhia que, alegadamente, induziram investidores a erro diziam respeito às suas reservas de petróleo, da mesma forma que os investidores da *Texas*

¹²⁵⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 30882, Relator Sterry R. Waterman, julgado em 13/08/1968. Referência original: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968).

Gulf Sulphur Co. alegaram que as informações sobre as reservas de minério da companhia não eram precisas.

No entanto, enquanto a decisão norte-americana examinou a responsabilidade da própria companhia e de seus administradores, o caso brasileiro buscou aferir eventual responsabilidade civil por omissão da CVM, por, supostamente, não ter fiscalizado os atos de divulgação da companhia. Desse modo, resta prejudicada a comparação dos fundamentos das duas decisões, embora os fatos sejam semelhantes.

Se os investidores tivessem direcionado seus pleitos indenizatórios apenas à companhia, é possível que a decisão do Caso OGX tivesse se desenvolvido em torno da questão da materialidade das informações, como ocorreu no processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517¹²⁵⁵. Nesse caso, o órgão debruçou-se sobre os mesmos fatos – embora para aferir a responsabilidade administrativa dos diretores da companhia –, decidindo que as informações divulgadas eram enganosas, pois o seu conteúdo não refletia adequadamente os fatos que eram conhecidos pela companhia (os fatos desse caso foram examinados em detalhes na seção 3.4.3 *supra*).

Com relação ao Caso Banco Real, no entanto, a comparação com a decisão em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* quanto ao mérito é viável, pois, em ambos, buscou-se aferir a responsabilidade civil da companhia. Como visto na seção 5.6.1 acima, as discussões do Caso Banco Real levaram a duas posições divergentes: (i) a do voto vencedor proferido pelo ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, segundo a qual o Banco Real S.A. não teria cometido violação do seu dever de informar, pois as informações relevantes supostamente omitidas nas divulgações já eram de conhecimento público pela imprensa, ademais, o dano alegado era meramente hipotético; e (ii) a do voto vencido proferido pelo ministro Marco Aurélio Belizze, no sentido de que a companhia divulgou informação falsa a respeito da existência de acordo para a aquisição de seu controle e de que seria possível quantificar os danos em sede de liquidação de sentença.

A comparação entre as decisões no Caso Banco Real e *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* pode ser feita, inicialmente, pelos fatos. No primeiro, a companhia buscou afastar rumores que circulavam no mercado sobre eventual alienação de seu controle pelo ABN Amro Bank N.V., divulgando informações no sentido de que existia apenas uma parceria estratégica com o novo sócio.

¹²⁵⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25/06/2019.

Em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, a companhia também negou rumores de mercado sobre as suas reservas de minérios, mas, dias depois, viu-se obrigada a revelar a informação correta, confirmando os boatos que então circulavam. Note-se, ainda, que, no processo *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, também se analisou a eventual existência de negociação de valores mobiliários com informação privilegiada (*insider trading*) por diretores, o que demonstra que a existência dessa infração pode ocorrer de forma concomitante à divulgação de informações enganosas.

Nos dois casos, portanto, a reclamação dos investidores era essencialmente a mesma: a companhia divulgou informações enganosas ao mercado, que contradiziam rumores e notícias veiculadas pela imprensa. Aproveitando-se da assimetria informacional criada, pessoas que detinham informações privilegiadas (ABN Amro Bank N.V., no Caso Banco Real, e diretores da companhia, no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*), supostamente, utilizaram seu conhecimento para auferir vantagens.

Não obstante a similitude dos casos, as decisões diferenciam-se em dois pontos relevantes: (i) a decisão do STJ no Caso Banco Real tratou a negociação de valores mobiliários com informações privilegiadas (*insider trading*) e a divulgação de informações enganosas como hipóteses alternativas de ato ilícito, enquanto a decisão da Corte de Apelações do Segundo Circuito no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* julgou que os dois ilícitos podem ocorrer simultaneamente; e (ii) a decisão do STJ no Caso Banco Real considerou que a existência de rumores no mercado serviria para neutralizar, não potencializar, a assimetria informacional criada pelas divulgações enganosas da companhia, enquanto a Corte de Apelações do Segundo Circuito dedicou sua análise, no caso da *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, à questão da materialidade das informações enganosas divulgadas ao mercado, sem afastar a ilicitude do ato em função de os fatos verdadeiros terem sido disseminados por rumores e notícias.

Como sustentado na seção 5.6.1 *supra*, a decisão do STJ no Caso Banco Real é passível de críticas, pois, como demonstrado no voto proferido pelo ministro Marco Aurélio Belizze, as informações divulgadas pelo Banco Real S.A. eram claramente falsas, na medida em que não refletiam a realidade dos fatos. O mais correto, portanto, teria sido seguir o mesmo critério adotado no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, isto é, se a informação divulgada de forma enganosa era material, ou seja, relevante para a decisão dos investidores, resta caracterizada a violação do dever de informar pela companhia.

O Caso Banco Real também pode ser comparado ao caso *Basic, Inc. v. Levinson*¹²⁵⁶, julgado pela Suprema Corte norte-americana. Conforme relatado na seção 3.3.1 *supra*, o processo originou-se de pedido de indenização ajuizado por ex-acionistas da *Basic, Inc.* contra a própria companhia sob a Regra 10b-5, em função de terem vendido as suas ações após a companhia ter negado, em três ocasiões distintas, que estava negociando uma fusão com outra companhia. Após os investidores terem vendido as suas ações, a fusão efetivamente ocorreu.

As questões que chegaram à Suprema Corte em recurso referiam-se à materialidade da informação omitida a respeito da fusão e a possibilidade de que os autores se beneficiassem de presunção de causalidade para fins de formação de classe em ação coletiva.

A questão da formação de classe em ação coletiva não será examinada neste momento, haja vista que, como sustentado na seção 5.2 *supra*, tal procedimento inexistia no ordenamento brasileiro. Quanto à materialidade da informação omitida, a Suprema Corte decidiu que, em um mercado impessoal, como o de valores mobiliários, os investidores negociam confiando na integridade do processo de formação de preço, que seria prejudicado pela divulgação de informações enganosas materiais.

A materialidade da informação, segundo a decisão da Suprema Corte, não poderia ser presumida, mas dependeria do exame de seus efeitos sobre a decisão de um investidor razoável, considerando-se material a informação capaz de alterar, significativamente, o conjunto de informações disponíveis aos investidores (*total mix of information available*).

Assim como em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, a decisão da Suprema Corte norte-americana em *Basic, Inc. v. Levinson* girou em torno da materialidade da informação ou, em outras palavras, do impacto da informação enganosa divulgada pela companhia sobre a decisão do investidor. Trata-se de fundamento distinto daquele adotado pelo STJ no Caso Banco Real, em que se optou por examinar, exclusivamente, a eventual existência de negociação de valores mobiliários com informações privilegiadas e decidiu-se que o ato ilícito poderia ser afastado se a informação verdadeira fosse divulgada pela imprensa, mas não pela companhia.

¹²⁵⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Ação nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

Outra comparação possível é entre a decisão do STJ no Recurso Especial nº 1.162.117/SP¹²⁵⁷ e as tomadas pela Corte de Apelações do 5º Circuito em *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*¹²⁵⁸ e pela Corte de Apelações do 11º Circuito em *Kennedy v. Tallant*¹²⁵⁹.

A primeira decisão, examinada na seção 5.6.1 *supra*, refere-se à demanda de investidores contra uma companhia por suposta imprecisão na cláusula de ajuste de preço de emissão de ações em bônus de subscrição, que não teria sido clara sobre a aplicabilidade do ajuste à emissão de ações no âmbito de um plano de opções de compra de ações. A maioria do tribunal, nesse caso, entendeu que a resolução da controvérsia teria relação com a distinção entre hipóteses de subscrição de ações por exercício de direitos (decorrentes de bônus de subscrição ou plano de opção de compra de ações, por exemplo) ou por aumento de capital.

Nas duas outras decisões, analisadas na seção 3.4.2 *supra*, discutiu-se sobre a possibilidade de haver imprecisão na divulgação ao mercado em função da forma pela qual as informações são transmitidas. No processo *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, a corte decidiu que, em determinadas circunstâncias, ênfase e glosa podem gerar responsabilidade civil por falhas de divulgação¹²⁶⁰.

Já no processo *Kennedy v. Tallant*, a decisão foi no sentido de que a divulgação pode ser considerada imprecisa se demandar esforço para que o investidor médio a compreenda, como nas situações em que a informação é fornecida de forma dispersa, assistemática, exigindo, para sua adequada compreensão, que o investidor monte um verdadeiro quebra-cabeça de dados esparsos¹²⁶¹.

Como se pode perceber, nos três casos a discussão girava em torno da clareza da informação divulgada aos investidores. Ao contrário das decisões norte-americanas, que buscaram determinar se as informações supostamente divulgadas de forma não clara poderiam ser compreendidas pelo investidor médio, o STJ voltou sua análise aos aspectos técnicos da

¹²⁵⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014.

¹²⁵⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Fifth Circuit. Apelação nº 87-3081, Relatora Carolyn Dineen King, julgado em 07/06/1988. Referência original: *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, 847 F.2d 186 (5th Cir. 1988).

¹²⁵⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 78-2167, Relator Lewis R. Morgan, julgado em 28/07/1983. Referência original: *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711 (11th Cir. 1983).

¹²⁶⁰ “[E]mphasis and gloss can, in the right circumstances, create liability under both section 11 of the 1933 Act and Rule 10b-5”. *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, 847 F.2d 186, 203 (5th Cir. 1988). Tradução livre: “[Ê]nfase e destaque podem, nas circunstâncias certas, criar responsabilidade sob a seção 11 da Lei de 1933 e Regra 10b-5”.

¹²⁶¹ “Full and fair disclosure cannot be achieved through piecemeal release of subsidiary facts which if stated together might provide a sufficient statement of the ultimate fact”. *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711, 720 (11th Cir. 1983). Tradução livre: “Divulgação justa e completa não pode ser obtida por divulgações parciais de fatos acessórios que, se postos de forma conjugada podem fornecer uma declaração suficiente de um fato”.

redação da informação divulgada para determinar se ela era precisa e correta à luz da Lei nº 6.404/1976.

Em outras palavras, enquanto os tribunais norte-americanos examinaram a clareza da informação sob um aspecto subjetivo (se o investidor médio poderia compreendê-la), o STJ adotou uma forma de análise objetiva, debruçando-se sobre o significado técnico da redação do bônus de subscrição, sem levar em consideração se o seu conteúdo era ou não compreensível para o investidor. Se o STJ tivesse analisado a questão a partir da perspectiva subjetiva do investidor, é possível que sua decisão tivesse sido distinta.

Por fim, a decisão do STJ no Recurso Especial nº 1.069.676/RS¹²⁶² pode ser comparada às decisões da Suprema Corte norte-americana em *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*¹²⁶³ e da Corte de Apelações do 11º Circuito em *SEC v. Morgan Keegan & Co.*¹²⁶⁴.

Como exposto na seção 5.6.1 *supra*, o primeiro caso referiu-se a demanda de investidor contra a companhia e sua acionista controladora por omissão de informações em oferta pública de aquisição de ações. No julgamento, a ministra Nancy Andrichi destacou que a acionista controladora havia informado ao mercado, quando lançou sua oferta pública de aquisição, que estaria disposta a adquirir até 70% (setenta por cento) das ações preferenciais da companhia, mas não mencionou sua intenção de adquirir lotes adicionais de ações que, eventualmente, permanecessem em circulação.

Os dois processos norte-americanos, cujos detalhes foram examinados na seção 3.3.1 *supra*, diziam respeito, respectivamente, à suposta omissão da existência de efeitos colaterais adversos causados por um novo medicamento desenvolvido pela companhia e à omissão sobre o risco de liquidez associado a um título de dívida municipal.

O que se percebe, na comparação das decisões, é que suas conclusões foram convergentes ao determinar que a omissão de uma informação considerada relevante pelos investidores pode gerar a responsabilização da companhia. Os fundamentos utilizados, embora semelhantes, não foram idênticos.

O STJ determinou que, se o investidor tivesse tido conhecimento da informação omitida pelo acionista controlador na oferta pública, poderia ter tomado uma decisão distinta

¹²⁶² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Relator Ministro Sidnei Beneti. Julgado em 06/08/2009. Publicado em 18/11/2009.

¹²⁶³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09–1156, Relatora Sonia Sotomayor, julgado em 22/03/2011. Referência original: *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011).

¹²⁶⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 11-13992, Relatora Rosemary Barkett, julgado em 02/05/2012. Referência original: *SEC v. Morgan Keegan & Co., Inc.*, 678 F.3d 1233 (11th Cir. 2012).

acerca da venda de seus valores mobiliários, optando por aguardar o leilão realizado na bolsa de valores a um valor mais vantajoso logo após o encerramento da oferta.

Nos casos julgados no Estados Unidos, as decisões tomadas pela Suprema Corte e pela Corte de Apelações do 11º Circuito foram no sentido de que a omissão de informação material pode alterar o conjunto de informações disponíveis ao investidor, distorcendo a sua decisão de investimento. Caso a alteração cause dano ao investidor, há obrigação da companhia (ou da parte que omitiu a informação) de indenizá-lo.

5.7 Considerações finais sobre os parâmetros da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado

A presente seção buscou examinar os elementos da responsabilidade civil da companhia pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. Em primeiro lugar, fez-se breves considerações a respeito da legitimidade ativa do investidor, tema que, por vezes, é objeto de controvérsias. Chegou-se à conclusão, nesse ponto, de que é legitimado a pleitear indenização pelas violações informacionais da companhia o investidor que, à época do ato ilícito, detinha valores mobiliários de sua emissão, independentemente de tê-los alienado posteriormente ou não.

Também buscou-se fazer ressalvas quanto à transposição de regras do direito norte-americano para o direito brasileiro. Muito embora a Lei nº 6.385/1976 tenha tido inspiração na legislação norte-americana sobre o mercado de valores mobiliários, há diferenças marcantes entre os dois ordenamentos que impedem uma transposição de regras sem as devidas adaptações.

Quanto aos elementos da responsabilidade civil em si, defendeu-se que o ato da companhia que divulga informações falsas ou imprecisas ao mercado deve ser qualificado como ato ilícito, nos termos do artigo 186 do Código Civil, sendo que o dever violado é o de informar o mercado, nos termos da Lei nº 6.385/1976 e das normas da CVM aplicáveis.

Como a responsabilidade civil da companhia é subjetiva, faz-se necessário examinar a sua diligência (que, ausente, caracteriza a culpa) e, nesse sentido, sugeriu-se que a diligência da companhia deve ser analisada na perspectiva da existência de mecanismos internos de controle que garantam o adequado tratamento da informação a ser divulgada.

Com relação ao nexo causal, sustentou-se ser aplicável, no caso de violações informacionais pelas companhias, a teoria do dano direto e imediato, de modo que se faz necessário demonstrar que o dano do investidor é resultado necessário, direto e imediato do

ato ilícito da companhia. Não se ignorou, no entanto, que o problema das concausas é especialmente desafiador no contexto do mercado de valores mobiliários, em função da alta sensibilidade da cotação de valores mobiliários a informações públicas.

De modo a permitir a estimação precisa da extensão donexo causal, recomendou-se utilizar a metodologia dos estudos de evento (*event studies*), que busca medir os efeitos de uma informação na cotação de valores mobiliários a partir dos seus retornos anormais, por meio de uma correlação estatística entre a oscilação da cotação dos valores mobiliários em questão e do mercado como um todo.

Por fim, quanto ao dano, optou-se por restringir a análise ao dano patrimonial, com ênfase no dano emergente e nos lucros cessantes. Outros tipos de dano identificados pela doutrina, como o dano moral (extrapatrimonial) e o dano decorrente da perda de uma chance não foram examinados, em função da sua pouca relevância no contexto ora estudado.

O dano emergente foi qualificado como o decréscimo patrimonial sofrido pelo investidor em função da violação do dever de informar da companhia, caracterizado pela diferença entre um valor de base, referente à cotação do valor mobiliário afetada pela informação enganosa, e o valor depreciado após a revelação da imprecisão ou da falsidade da informação. Ademais, concluiu-se que, para fins da demonstração desse decréscimo, não é relevante se o investidor alienou ou se manteve a propriedade dos valores mobiliários afetados.

Quanto ao lucro cessante, sustentou-se que a sua comprovação pelo investidor seria improvável, dada a inerente incerteza quanto aos ganhos futuros que ele é capaz de obter no investimento em valores mobiliários. Não obstante, aventou-se a possibilidade, em determinadas circunstâncias, de o investidor pleitear, no mínimo, o equivalente à taxa livre de risco do mercado, que caracteriza o retorno mínimo esperado de qualquer investimento. Quanto à extensão do dano, defendeu-se, em linha com a doutrina civilista e com o disposto no artigo 403 do Código Civil, que essa deve ser proporcional à extensão donexo causal.

De modo a tornar a análise da presente seção mais completa, realizou-se um breve apanhado de decisões judiciais relevantes que trataram do tema da responsabilidade civil da companhia por informações divulgadas ao mercado. Embora se tenha notado que a jurisprudência sobre o tema, de forma ampla, não parece possuir coerência, algumas decisões

em que tribunais se debruçaram sobre casos complexos parecem indicar que muitas das regras defendidas ao longo desta tese¹²⁶⁵ foram aplicadas na resolução dos litígios.

¹²⁶⁵ Como a natureza subjetiva da responsabilidade civil da companhia, a caracterização da falha informacional como violação de dever legal e a necessidade de demonstração concreta da imprecisão ou falsidade da informação, do nexa causal e do dano efetivo.

6 CONCLUSÃO

A presente tese teve, como objetivo geral, investigar as bases teóricas e legais da responsabilidade civil das companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado de valores mobiliários à luz do funcionamento eficiente do mercado.

Ao longo de quatro seções, examinou-se o conceito de funcionamento eficiente do mercado e a sua relação com o dever de informar da companhia, definiu-se os contornos da informação enganosa, analisou-se os requisitos jurídicos da imputação do ato de divulgação à companhia, conforme os pressupostos da teoria organicista, e propôs-se critérios para a verificação dos elementos da responsabilidade civil (ato ilícito, nexo causal e dano efetivo). Ao longo da tese, foram analisados diversos casos sobre violações do dever de informar julgados pela CVM e por tribunais norte-americanos e brasileiros.

A partir da análise realizada ao longo da presente tese, é possível confirmar a hipótese principal que se buscou investigar, isto é, de que as companhias abertas, como emissoras de valores mobiliários, podem ser responsabilizadas civilmente pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado.

A responsabilidade civil da companhia por falhas informacionais, no entanto, está sujeita a determinadas premissas e condições, tendo em vista o objetivo da Lei nº 6.385/1976 de assegurar o funcionamento eficiente do mercado. Nesse contexto, no mercado de valores mobiliários, é importante que a responsabilidade civil seja encarada como instrumento complementar ao aparato regulatório, com a finalidade de fortalecer a efetividade do sistema de divulgação obrigatória de informações.

Isso significa dizer que a responsabilidade civil da companhia decorrente de falhas informacionais não se caracteriza apenas como um meio de ressarcimento da perda sofrida pelo investidor, mas também como uma fonte de incentivos para o cumprimento das normas de divulgação. Portanto, a companhia somente deve ser responsabilizada civilmente quando comprovado que, agindo de forma culposa, violou o seu dever legal de divulgar informações verdadeiras, precisas e claras aos investidores, com a demonstração do nexo causal entre tal conduta e o dano sofrido pelas partes prejudicadas. A flexibilização desses requisitos pode fazer com que o mercado se afaste dos pressupostos de seu funcionamento eficiente, contrariando os objetivos dispostos na Lei nº 6.385/1976.

A análise dos requisitos da responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar é complexa e deve ser realizada à luz do objetivo geral do legislador de assegurar o funcionamento eficiente do mercado.

Com base nas conclusões parciais apresentadas ao fim de cada seção, é possível afirmar que a eficiência do mercado é um conceito relativo, já que, do ponto de vista teórico, é impossível existir um mercado perfeitamente eficiente, no qual os preços dos ativos sejam perfeitamente arbitrados. O que há, na prática, são mercados com maior ou menor eficiência, a depender da dispersão e da qualidade das informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários e interpretadas pelos vários agentes que atuam no seu processamento (analistas, consultores, investidores profissionais etc.).

Nesse contexto, o funcionamento eficiente do mercado não caracteriza uma finalidade ou objetivo último que o legislador pretendeu alcançar, mas sim um conjunto de condições que permitam que a cotação dos valores mobiliários se aproximem do seu valor real, também chamado na literatura econômica de valor “intrínseco” ou “fundamental”.

Em outras palavras, o mercado que funciona de forma eficiente é aquele em que os investidores alocam seu capital de acordo com informações de qualidade e amplamente disseminadas, de modo que as alocações de capital sejam feitas de acordo com os fundamentos econômicos e financeiros de cada ativo.

Constatou-se que a informação de qualidade é aquela divulgada na forma exigida pelas normas regulatórias, com precisão, clareza e objetividade. Essa informação exerce funções econômicas, de fiscalização regulatória e jurídicas. A informação exerce funções econômicas, porque auxilia na tomada de decisão do investidor; de fiscalização regulatória, pois é utilizada pelos órgãos de fiscalização em suas atividades de supervisão do mercado; e jurídicas, tendo em vista o seu papel de fomentar a boa-fé objetiva, como elemento adjeto da confiança dos investidores no funcionamento eficiente do mercado e dos mecanismos de troca. Caso a informação se desvie do padrão exigido pelas normas, poderá ser qualificada como enganosa.

A informação enganosa pode conter imprecisão ou falsidade. O caráter enganoso deve ser avaliado de acordo com o tipo de informação que foi divulgada, já que cada um possui um grau de subjetividade distinto. Informações prospectivas, a respeito de planos futuros ou estimativas, são naturalmente mais subjetivas e sujeitas a imprecisões, de modo que o foco, nesses casos, é saber se as estimativas ou planos eram razoáveis e se a companhia fez as ressalvas necessárias sobre o risco de a expectativa não se concretizar.

A informação objetiva, sobre fatos já consolidados, é menos sujeita a aspectos subjetivos da companhia e, portanto, pode ser enganosa por omitir ou não transmitir determinados dados com clareza (imprecisão) ou por retratar um cenário incompatível com a realidade (falsidade).

Além de ser enganosa, é preciso que a informação também seja material para que haja responsabilização civil da companhia. A informação material é aquela capaz de afetar a tomada de decisão do investidor, interferindo na percepção que o investidor possui a respeito da companhia e de seus negócios, construída a partir do conjunto total de informações disponíveis. Sempre que uma informação for capaz de induzir o investidor a erro, ela será material.

Caso a informação divulgada seja enganosa, por imprecisão ou falsidade, e material, será possível afirmar que houve violação do dever de informar. Porém, antes de se debruçar sobre os elementos da responsabilidade civil, é preciso determinar se a divulgação pode ser imputada à companhia, ou se deve ser imputada a outra pessoa, como o seu diretor, por exemplo. Para esse fim, a teoria organicista oferece o melhor instrumental teórico, pois é a teoria que melhor explica o fenômeno da imputação dos atos dos administradores à pessoa jurídica.

Adicionalmente, deve-se ter em mente que, no mercado de valores mobiliários, a responsabilização civil da companhia não deve ser vista como instrumento de ressarcimento de perdas a qualquer custo, eis que o risco de perda patrimonial é inerente ao ato de investir.

Expandir excessivamente os limites da responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar – por exemplo, considerando-a objetiva, ao invés de subjetiva – pode transformá-la em mero mecanismo de transferência de renda entre a companhia e seus investidores, sem dissuasão efetiva de violações informacionais.

Portanto, no mercado de valores mobiliários, é preciso encarar a responsabilidade civil da companhia como meio de dissuasão ótima da violação das regras de divulgação obrigatória, de modo complementar à repressão administrativa exercida pela CVM. A dissuasão ótima da violação do dever de informar é o elo que une e compatibiliza o funcionamento eficiente do mercado com a responsabilidade civil da companhia.

Quanto aos elementos da responsabilidade civil, faz-se necessário defini-los a partir de critérios rígidos de demonstração de culpa (para configuração do ato ilícito), nexos causal e dano efetivo. A culpa da companhia deve ser aferida a partir dos seus mecanismos internos de controle a respeito do trato da informação.

Se porventura a companhia demonstrar que possui políticas, procedimentos e mecanismos internos efetivos para garantir que as informações materiais sejam produzidas e transmitidas ao seu DRI de forma clara, objetiva e precisa, ela poderá afastar a sua culpa e, conseqüentemente, sua responsabilização civil mesmo que uma informação enganosa venha a ser divulgada aos investidores.

Na medida em que a responsabilidade civil da companhia deve ser vista como instrumento de dissuasão ótima de violações informacionais, de modo a tutelar o funcionamento eficiente do mercado, a infração sem culpa às regras de divulgação obrigatória não pode ser objeto de responsabilização.

Da mesma forma, o nexo causal deve ser claramente demonstrado, conforme os pressupostos da teoria da causa necessária e imediata, mais compatível com a necessidade de compatibilização da responsabilidade civil da companhia com o funcionamento eficiente do mercado. Como demonstrado, os preços de valores mobiliários podem ser afetados por uma multiplicidade de informações, tanto aquelas divulgadas pela companhia e que dizem respeito especificamente a ela, como aquelas divulgadas por outros meios, como a imprensa, e que se relacionam com as condições de mercado de forma mais ampla.

Uma das formas de demonstrar-se a existência de causalidade necessária e imediata entre a divulgação de informação material e enganosa divulgada pela companhia e uma variação negativa do preço do seu valor mobiliário é por meio do método dos estudos de eventos (*event studies*), que buscam, por meio de análise estatística, estabelecer uma relação de causalidade entre um fato e efeito específicos.

Quanto ao dano, optou-se por analisar apenas o patrimonial, já que as perdas sofridas por investidores em função de violações informacionais possuirão, muito provavelmente, apenas essa natureza.

O dano emergente, cuja extensão deve ser medida pelo nexo causal, seria equivalente à variação negativa na cotação do valor mobiliário causada pela divulgação da informação material e enganosa pela companhia, devendo ser determinado pela diferença entre dois valores: (i) o valor de base, referente à cotação do valor mobiliário afetada pela informação enganosa; e (ii) o valor depreciado após a revelação da imprecisão ou da falsidade da informação. Dispensa-se, para demonstração do dano, a necessidade de alienação do valor mobiliário pela cotação depreciada, conforme opinião unânime da doutrina nacional coligida e a exemplo do entendimento consolidado dos tribunais norte-americanos a esse respeito.

Além do dano emergente, examinou-se também a questão do lucro cessante, muito embora se tenha reconhecido que a sua demonstração, no contexto da responsabilidade civil da companhia por violação informacional, seja improvável. O lucro cessante não se mostra plausível na medida em que a sua demonstração depende de um juízo de probabilidade, que é feito, essencialmente, com base em fatos passados e seus possíveis reflexos em um futuro hipotético no qual o ato ilícito não tivesse ocorrido.

No entanto, no mercado de valores mobiliários, vale a máxima de que os resultados passados não configuram indicação segura sobre resultados futuros, de modo que, mesmo no caso de um investidor bem-sucedido, não seria possível afirmar que, ausente uma violação informacional, seus resultados futuros continuariam a ser positivos. Desse modo, sugeriu-se que, se os lucros cessantes forem cabíveis em um caso concreto, esses deveriam limitar-se à taxa livre de risco do mercado.

Por fim, de modo a tornar o estudo completo, realizou-se um exame de algumas decisões judiciais brasileiras que se debruçaram sobre o tema da violação do dever de informar da companhia. Embora a jurisprudência nacional a respeito do tema seja incipiente e, por vezes, errática, algumas decisões tomadas em litígios complexos apresentam um cenário mais promissor.

Nas decisões analisadas, verificou-se que conceitos sobre o dever de informar da companhia e a imputabilidade de atos de divulgação à pessoa jurídica foram utilizados de forma técnica e profunda. Desse modo, ainda que se tenha discordado do resultado de alguns dos julgamentos, eles podem servir de base para a construção de uma jurisprudência mais sólida e coerente sobre a responsabilidade civil da companhia por violação do seu dever de informar.

REFERÊNCIAS

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

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. **A pessoa jurídica e os direitos da personalidade**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; DIAS, José Carlos Jordão Pinto. Aval e outorga conjugal: análise da interpretação do artigo 1.647 do Código Civil pela doutrina e jurisprudência. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, São Luís, v. 3, p. 78-99, 2017.

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 9, p. 62-88, 2000.

ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. **Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission**. Disponível em: <https://catalog.hathitrust.org/Record/008515947>. Acesso em 22 de setembro de 2019.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Nova York, v. 84, p. 488-500, 1970.

AMARAL, Francisco. **Direito civil – introdução**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

ARMOR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **Agency problems, legal strategies and enforcement**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>. Acesso em 27 de outubro de 2019.

ARROW, Kenneth J. Economic theory and the financial crisis. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, Amsterdã, v. 77, p. 5-9, 2013.

ARROW, Kenneth J. **Risk perception in psychology and economics**. Disponível em <https://apps.dtic.mil/dtic/tr/fulltext/u2/a111671.pdf>. Acesso em 16 de janeiro de 2020.

ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Caremark and enterprise risk management**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1364500>. Acesso em 21 de março de 2021.

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de**

informações. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2021.

BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BLACK, Bernard S. **Strengthening Brazil's Securities Markets.** Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=247673>. Acesso em 13 de junho de 2020.

BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. **UCLA Law Review**, Los Angeles, v. 48, p. 781-855, 2001.

BLACK, Fischer. Noise. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 41, p. 529-543, 1986.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron S. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, p. 637-654, 1973.

BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 53, p. 109-124, 2011.

BOOTH, Richard A. The future of Securities Litigation. **Journal of Business & Technology Law**, Baltimore, v. 4, p. 129-165, 2009.

BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976.** Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em 16 de setembro de 2021.

BRASIL. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acao-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em 16 de setembro de 2021.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxa Selic.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em 12 de junho de 2021

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Inquérito Administrativo nº 22/99. Relator diretor Marcelo F. Trindade. Julgado em 16/08/2001.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 06/2003. Relatora diretora Norma Jonssen Parente. Julgado em 14/09/2005.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/4776. Relator diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/01/2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17/04/2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 18/08. Relator diretor Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 14/12/2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2012/14871. Relatora diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 26/11/2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/5793. Relatora diretora Luciana Dias. Julgado em 27/01/2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8010. Relatora diretora Luciana Dias. Julgado em 21/07/2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/4328. Relator diretor Pablo Renteria. Julgado em 01/09/2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Julgado em 30/08/2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2016/8116. Relator diretor Gustavo Borba. Julgado em 30/05/2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/10290. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 13/06/2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276. Relator diretor Pablo Renteria. Julgado em 11/07/2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/12710. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 05/12/2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 26/2010. Relator diretor Gustavo Borba. Julgado em 27/11/2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 27/05/2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator diretor Henrique Machado. Julgado em 25/06/2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº 19957.001522/2017-12. Julgado em 02/07/2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2016/7190. Relator diretor Gustavo Gonzalez. Julgado em 09/07/2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº 19957.006003/2018-13. Relator diretor Alexandre Costa Rangel. Julgado em 20/04/2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Metodologia de cálculo do WACC – concessões públicas.** Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/guias-e-manuais/metodologia-de-calculo-do-wacc2018.pdf/view>. Acesso em 12 de junho de 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Corte Especial. EREsp nº 1281594/SP. Relator Ministro Felix Fischer. Julgado em 15/05/2019. Publicado em 23/05/2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Primeira Turma. AgRg no REsp 1034227/SP. Relator Ministro José Delgado. Julgado em 06/05/2008. Publicado em 04/06/2008.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Primeira Turma. Recurso Extraordinário nº 130764/PR. Relator Ministro Moreira Alves. Julgado em 12/05/1992. Publicado em 07/08/1992.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.162.117/SP. Relator Ministro João Otávio de Noronha. Julgado em 04/09/2012. Publicado em 20/11/2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. EREsp nº 1.280.825/RJ. Relatora Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 27/06/2018. Publicado em 02/08/2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.773.523/RJ. Relator Ministro Herman Benjamin. Julgado em 15/08/2019. Publicado em 10/09/2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. AgInt no AREsp 1.545.508/RJ. Relator Ministro Luis Felipe Salomão. Julgado em 11/02/2020. Publicado em 18/02/2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.325.151/SP. Relator Ministro Marco Buzzi. Julgado em 17/09/2015. Publicado em 27/10/2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.540.428/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 06/02/2018. Publicado em 16/03/2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.069.676/RS. Relator Ministro Sidnei Beneti. Julgado em 06/08/2009. Publicado em 16/03/2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. AgInt no AREsp 1480596/PR. Relator Ministro Moura Ribeiro. Julgado em 17/02/2020. Publicado em 19/02/2020.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Responsabilidade civil do diretor de S.A.: ação social e individual: cabimento e prescrição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Conceito e natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CALIXTO, Marcelo Junqueira. **A culpa na responsabilidade civil: estrutura e função**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CARVALHO, Ney. **O encilhamento: anatomia de uma bolha brasileira**. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas, 2004.

CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2. ed. Almedina: Coimbra, 2011.

CAMPOS, Francisco. **O Estado Nacional**. Disponível em: <http://bibliotecadigital.puc-campinas.edu.br/services/e-books/Francisco%20Campos-1.pdf>. Acesso em 12 de janeiro de 2020.

CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. Regime informacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

CARPENA, Heloísa. **Abuso do direito nos contratos de consumo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria. In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Granda da Silva (Org.). **Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976, atualizada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1953. v. 2.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1954. v. 4.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. *In*: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CASILLO, João. **Dano à pessoa e sua indenização**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1987.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do mercado de capitais: fundamentos e limites da repressão penal e administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2010.

CAVALIERI FILHO, Sergio. Responsabilidade Civil no Novo Código Civil. **Revista da EMERJ**, Rio de Janeiro, v. 6, p. 31-47, 2003.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. *In*: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CHANCELLOR, Edward. **Devil take the hindmost: a history of financial speculation**. Londres: Plume, 2000.

CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. **Securities Regulation: Cases and Analysis**. 2. ed. Nova York: Foundation Press, 2008.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, pp. 1-44, 1960.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2.

COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer. *In*: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COELHO DA ROCHA, João Luiz. **Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2005.

COELHO DA ROCHA, João Luiz. Os prepostos das sociedades no Novo Código Civil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 135, p. 89-93, 2004.

COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. **University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, v. 156, p. 229-311, 2007.

COFFEE JR., John C. **Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation**. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.893833>. Acesso em 28 de junho de 2020.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. **Introdução ao mercado de ações**. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1983.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Circular CVM/SRE 02/2019**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em 16 de janeiro de 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Circular CVM/SEP 01/21**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0121.html>. Acesso em 21 de março de 2021.

COMPARATO, Fábio Konder. “*Insider Trading*”: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 2, p. 41-47, 1971.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

CONTROLADORIA-GERAL DA UNIÃO. **Programa de Integridade – Diretrizes para Empresas Privadas**. Disponível em: <https://www.gov.br/cgu/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/integridade/arquivos/programa-de-integridade-diretrizes-para-empresas-privadas.pdf>. Acesso em 28/04/2021.

CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. **Da boa fé no direito civil**. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2015.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide Editora, 1989.

COSTA, Roberta. Pandemia pressiona mercados; Ibovespa tem “*circuit breaker*” e cai quase 8%. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de março de 2020. Seção de Finanças. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/11/declaracao-de-pandemia-pressiona-mercados-ibovespa-para-com-circuit-breaker.ghtml>. Acesso em: 22 de maio de 2021.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Valeu a pena! Mercado de capitais: passado, presente e futuro**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. 8. ed. Nova York: Wolters Kluwer, 2016.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DANTAS, Francisco Clementino de San Tiago. **Programa de direito civil**. 2. ed. Rio de Janeiro, Editora Rio., 1979.

DE LONG, J. Bradford; SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H.; WALDMANN, Robert J. Noise Trader Risk in Financial Markets. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, p. 703-738, 1990.

DELCEY, Thomas. **Efficient Market Hypothesis, Eugene Fama and Paul Samuelson: A reevaluation**. Disponível em: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01618347v1/document>. Acesso em 03 de fevereiro de 2019.

DENNIS, Roger J. Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix. **William & Mary Law Review**, Williamsburg, v. 25, p. 373-419, 1984.

DIAS, José de Aguiar. **Da responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1944. v. 2.

DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direito Processual**. 6. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. In: WALD, Arnaldo *et al.* (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais – Homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 50, p. 42-56, 1983.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 30882, Relator Sterry R. Waterman, julgado em 13/08/1968. Referência original: SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1968).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 74-1471, Relator Thurgood Marshall, julgado em 14/06/1976. Referência original: TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438 (1976).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 86-279, Relator Harry Blackmun, julgado em 07/03/1988. Referência original: Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09-1156, Relatora Sonia Sotomayor, julgado em 22/03/2011. Referência original: Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 563 U.S. 27 (2011).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 11-13992, Relatora Rosemary Barkett, julgado em 02/05/2012. Referência original: SEC v. Morgan Keegan & Co., Inc., 678 F.3d 1233 (11th Cir. 2012).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 74-124, Relator William Hubbs Rehnquist, julgado em 09/06/1975. Referência original: Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 90-615, Relator David Souter, julgado em 27/06/1991. Referência original: Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. U.S. District Court for the Eastern District of Pennsylvania. Ação Civil nº 70-933, Relator Thomas Ambrose Masterson, julgado em 25/11/1970. Referência original: Kohn v. American Metal Climax, Inc., 322 F. Supp. 1331 (E.D. Pa. 1971).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 79-7352, Relator Thomas Meskill, julgado em 17/03/1980. Referência original: Greenapple v. Detroit Edison Co., 618 F.2d 198 (2d Cir. 1980).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Fifth Circuit. Apelação nº 87-3081, Relatora Carolyn Dineen King, julgado em 07/06/1988. Referência original: Isquith v. Middle South Utilities, Inc., 847 F.2d 186 (5th Cir. 1988).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 78-2167, Relator Lewis R. Morgan, julgado em 28/07/1983. Referência original: Kennedy v. Tallant, 710 F.2d 711 (11th Cir. 1983).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Third Circuit. Apelação nº 92-5350, Relator Edward R. Becker, julgado em 14/10/1993. Referência original: Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 13-435, Relatora Elena Kagan, julgado em 24/03/2015. Referência original: Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund, 575 U.S. ____ (2015).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 402, Relator Tom C. Clark, julgado em 08/06/1964. Referência original: J. I Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Delaware Court of Chancery. Ação civil (*Civil Action*) nº 13670, relator William T. Allen, julgado em 25/09/1996. Referência original: In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Delaware Court of Chancery. Ação civil (*Civil Action*) nº 3338-CC, Relator William Burton Chandler III, julgado em 24/02/2009. Referência original: In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação, Relator Thomas Meskill, julgado em 26/01/1987. Referência original: Akerman v. Oryx Communications, Inc., 810 F.2d 336 (2d Cir. 1987).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 09–1403, Relator John Glover Roberts Jr., julgado em 06/06/2011. Referência original: Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al., 563 U.S. 804 (2011).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 13–317, Relator John Glover Roberts Jr., julgado em 23/06/2014. Referência original: Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258 (2014).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 11-2762-cv, Relator Barrington D. Parker, julgado em 06/09/2012. Referência original: Neca-Ibew Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co., No. 11-2762 (2d Cir. 2012).

FABIAN, Christoph. **O dever de informar no direito civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

FABIÃO, Bernardo; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **Responsabilização dos emissores por falhas informacionais**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dos-emissores-por-falhas-informacionais-06082019>. Acesso em 11 de abril de 2020.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Nova York, v. 25, p. 383-417, 1969.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, Nova York, v. 46, p. 1575-1617, 1991.

FAMA, Eugene. The Behavior of Stock-Market Prices. **The Journal of Business**, Chicago, v. 38, p. 34-105, 1965.

FAMA, Eugene. Two pillars of asset pricing. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 104, p. 1467–1485, 2014.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 18, p. 25-46, 2004.

FAMA, Eugene; LAFFER, Arthur B. Information and Capital Markets. **The Journal of Business**, Chicago, v. 44, p. 289-298, 1971.

FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo tratado de responsabilidade civil**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

FÉRES, Marcelo Andrade. A rede empresarial: pelo correto conhecimento dos prepostos e dos administradores das sociedades anônimas. In: WALD, Arnaldo *et al.* (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais – Homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial – O Estatuto da Sociedade por Ações**. São Paulo: Saraiva S/A Livreiros Editores, 1961. v. 4.

FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation. **Texas Law Review**, Austin, v. 96, p. 553-621, 2018.

FISCHEL, Daniel R. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 1, p. 1-20, 1982.

FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

FREIRE, Maia Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**. Lisboa: AAFDL, 2008.

GALAGEDERA, Don U. A. **A review of capital asset pricing models**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=599441>. Acesso em 23 de novembro de 2019.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 100, p. 313-375, 2014.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 70, p. 549-644, 1984.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. **The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=462786>. Acesso em 22 de setembro de 2019.

GOMES, Orlando. **Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 8, p. 11-16, 1972.

GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019.

GORGA, Érica. Culture and Corporate Law Reform: a case study of Brazil. **University of Pennsylvania Journal of International Economic Law**, Filadélfia, v. 27, p. 803-905, 2000.

GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. **A imputação de conhecimento às sociedades comerciais**. Coimbra: Almedina, 2018.

GONZALEZ, Gustavo Machado. O *full and fair disclosure* no direito aplicado: a simetria perseguida e as assimetrias toleradas. In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). **Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 15. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

GREEN, Jerry R. **Information, efficiency and equilibrium**. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/green/files/information_efficiency_and_equilibrium.pdf. Acesso em 27 de outubro de 2019.

GROSSMAN, Sanford. An introduction to the theory of rational expectations under asymmetric information. **Review of Economic Studies**, Oxford, v. 48, p. 541-559, 1981.

GROSSMAN, Sanford. On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 31, p. 573-585, 1976.

GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. Information and Competitive Price Systems. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 66, p. 246-253, 1976.

GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 70, p. 393-408, 1980.

GUARRIDES, Joaquin. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1982.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade**. Rio de Janeiro: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **O problema do nexa causal na responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014.

HAYEK, Friedrich A. **Direito, legislação e liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política**. São Paulo: Visão, 1985. v. 1.

HAYEK, Friedrich A. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 35, p. 519-530, 1945.

JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

JENSEN, Michael C. **Capital markets: theory and evidence**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=350429>. Acesso em 23 de novembro de 2019.

JORGE JUNIOR, Walfredo Warde; VALIM, Rafael. **Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia**. São Paulo: Editora Contracorrente, 2021.

KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, pânico e crises: a história das catástrofes econômicas mundiais**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

KNIGHT, Frank. **Risk, uncertainty and profit**. Nova York: Sentry Pess, 1964.

KONDER, Carlos Nelson. Boa-fé objetiva, violação positiva do contrato e prescrição: repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento do REsp 127311. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 50, p. 217-236, 2012.

KONDER, Carlos Nelson. Erro, dolo e coação: autonomia e confiança na celebração dos negócios jurídicos. In: TEIXEIRA, Ana Carolina Brochado; RIBEIRO, Gustavo Pereira Leite. **Manual de Teoria do Direito Civil**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2011.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 58, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo. O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A. – Pressupostos e elaboração**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1.

LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE, Gustavo Ferrari. Principais agentes do mercado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. 3. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Novos Pareceres**. São Paulo: Singular, 2018.

LEGAL INFORMATION INSTITUTE. **Dictum**. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/dictum>. Acesso em 12/09/2021.

LIMA, Alvino. **Culpa e risco**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1960.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Constituição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LURVEY, Jonathan B. Who is bespeaking to whom? Plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements. **Duke Law Journal**, Durham, v. 45, p. 579-610, 1995.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 7, p. 77-91, 1952.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MARTINS-COSTA, Judith. Oferta pública para a aquisição de ações (OPA) – Teoria da Confiança – Deveres de proteção violados – A disciplina informativa e o mercado de capitais – Responsabilidade pela confiança – Abuso do poder de controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 140, p. 229-270, 2005.

MASCARENHAS, Marcela Zanetti. **Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA): por uma (re)construção do conceito de direitos creditórios do agronegócio**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade Federal de Minas Gerais. 2020.

MATTHEWS, George C. **Blue sky regulation and public utility securities**. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/1933/0926-27-2829mathews.pdf>. Acesso em 26 de outubro de 2019.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, p. 37-51, 1985.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. 4. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1947. v. 1.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. 4. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1947. v. 2.

MELHORAMENTOS. **História**. Disponível em: <http://www.melhoramentos.com.br/v2/historia/>. Acesso em 12 de janeiro de 2020.

MENEZES, Maurício Moreira. Companhia Institucional? In: TAVARES, Marcelo Leonardo (Org.). **Empresa e atividades econômicas**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015.

MENEZES CORDEIRO, Antônio Barreto. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2019.

MICKLETHWAIT, John; WOOLRIDGE, Adrian. **The Company: a short history of a revolutionary idea**. Nova York: The Modern Library, 2005.

MIGUEL, Paula Castello. **Contratos entre empresas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.

MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004.

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

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. **A responsabilidade civil por presunção de causalidade**. Rio de Janeiro: GZ, 2009.

NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: introdução ao direito econômico**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000.

O'HARE, Jennifer. The resurrection of the Dodo: The unfortunate re-emergence of the puffery defense in private securities fraud actions. **Ohio State Law Journal**, Columbus, v. 59, p. 1697-1740, 1998.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Guidelines for Multinational Enterprises**. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>. Acesso em 15 de março de 2021.

PARANÁ. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná. Oitava Câmara Cível. Apelação Cível nº 349924-9. Relator Desembargador Miguel Kfoury Neto. Julgado em 19/10/2006. Publicado em 17/11/2006.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PEREIRA, Cesar; QUINTÃO, Luísa. Substituição da ação civil pública por arbitragem nos casos de proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais (Lei nº 7.913/1989). In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos jurídicos da pós-negociação de ações**. São Paulo: Almedina, 2013.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001.

PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 68, p. 137-167, 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-3235>. Acesso em: 07 de novembro de 2021.

PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PITTA, André Grünspun. Sistema Capitalização das companhias. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

PITTA, André Grünspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PONTES, Aloysio Lopes. **Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1957. v. 2.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Bens. Fatos Jurídicos**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. v. 2.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Pessoas Físicas e jurídicas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, v. 1.

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

REIS, Tiago. Joesley Day: entenda o que esse dia representou para o mercado brasileiro. **Suno**, São Paulo, 30 de outubro de 2020. Suno Artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/joesley-day/>. Acesso em: 22 de maio de 2021.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Segunda Câmara Cível. Apelação Cível nº 0126436-50.2010.8.19.0001. Relatora Desembargadora Geórgia de Carvalho Lima. Julgado em 01/12/2020. Publicado em 03/12/2020.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Campinas: Red Livros, 2002.

RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. Do direito do acionista à informação em companhias abertas e fechadas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

RODRIGUES, Silvio. **Dos vícios do consentimento**. São Paulo: Saraiva, 1979.

ROSENVALD, Nelson. **As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

RUY, Fernando Estevam Bravin. **Direito do Investidor: Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2010.

SACHS, Margaret V. Materiality and Social Change: The Case for Replacing “the Reasonable Investor” with “the Least Sophisticated Investor” in Inefficient Markets. **Tulane Law Review**, Nova Orleans, v. 81, p. 473-508, 2006.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade**. São Paulo: Almedina, 2014.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. **A responsabilidade civil sob o aspecto econômico**. Disponível em: <http://www.tjsp.jus.br/download/EPM/Publicacoes/ObrasJuridicas/rc13.pdf?d=636680468024086265>. Acesso em 20 de junho de 2020.

SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

SAMUELSON, Paul A. **Introdução à análise econômica**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Agir, 1963.

SAMUELSON, Paul A. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. **Industrial Management Review**, Cambridge, v. 6, p. 41-49, 1965.

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

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação nº 9247433-87.2005.8.26.0000. Relatora Desembargadora Christine Santini. Julgado em 23/11/2011. Publicado em 05/12/2011.

SAVATIER, René. **Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français**. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1939. v. 1.

SAVATIER, René. **Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français**. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1939. v. 2.

SCHNEIDER, Carl W. Nits, grits and soft information in SEC filings. **The University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, v. 121, p. 254-305, 1972.

SCHREIBER, Anderson. Novas tendências da responsabilidade civil brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 45-69, 2005.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; SIMÃO, José Fernando; MELO, Marco Aurélio Bezerra; DELGADO, Mário Luiz. **Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

SCHUARTZ, Luiz Fernando. Consequencialismo Jurídico, Racionalidade Decisória e Malandragem. **Revista de Direito Administrativo**, São Paulo, v. 248, p. 130-158, 2008.

SHILLER, Robert J. **Irrational Exuberance**. 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 2015.

SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H. The noise trader approach to finance. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 4, p. 19-33, 1990.

SILVA, Clóvis do Couto e. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade sem culpa e socialização do risco**. Belo Horizonte: Editora Bernardo Álvares S.A., 1962.

SIMONASSI, Andrei G. **Estimando a taxa de retorno livre de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A180.pdf>. Acesso em 12 de junho de 2021.

SOMMER JR., A. A. The U.S Securities and Exchange Commission Disclosure Study. **Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation**, Amsterdã, v. 1, p. 145-155, 1978.

SPENCE, Michael. Signaling, screening and information. In: ROSEN, Sherwin (org.). **Studies in labor markets**. Chicago: The University of Chicago Press, 1981.

STIGLER, George J. The economics of information. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 69, p. 213-225, 1961.

STIGLITZ, Joseph E. **The revolution of information economics: the past and the future**. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w23780.pdf>. Acesso em 17 de janeiro de 2020.

STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1.

STOUT, Lynn. Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 99, p. 1235-1296, 1990.

STOUT, Lynn. How efficient markets undervalue stocks: CAPM and ECMH under conditions of uncertainty and disagreement. **Cardozo Law Review**, Nova York, v. 19, p. 475-492, 1997.

STOUT, Lynn. The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance. **The Journal of Corporate Law**, Iowa, v. 28, p. 635-669, 2003.

SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JÚNIOR, Walfrido Jorge Warde; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SZTAJN, Rachel; ANDREZO, Andrea F. Compliance e controles internos: Brasil vs. EUA. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. 2.

TANJI, Marcia. **Mercado de capitais: formas de atuação do Estado**. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013.

TEPEDINO, Gustavo. Notas sobre o nexos de causalidade. **Revista Jurídica**, Porto Alegre, v. 296, p. 7-18, 2002.

TEPEDINO, Gustavo. O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 22, p. 11-13, 2019.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. **Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. v. 1.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado: direito das obrigações – artigos 233 a 420**. São Paulo: Atlas, 2008.

TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do Direito Civil – Teoria Geral do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 1.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Fundamentos do Direito Civil – Obrigações**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 2.

TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 4.

UNITED STATE COURTS OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. **About the court**. Disponível em: https://www.ca2.uscourts.gov/about_the_court.html. Acesso em 14 de agosto de 2021.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **The Laws That Govern the Securities Industry**. Disponível em: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secexact1934>. Acesso em 8 de fevereiro de 2020.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. v. 2.

VARELA, João de Matos Antunes. **Das obrigações em geral**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 1991. v. 2.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A responsabilidade indenizatória por falhas informacionais em companhias abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1.

VERÇOSA, Haroldo M. D. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VERÍSSIMO, Carla. **Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2017.

VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha no monitoramento de riscos: a doutrina do “Red Flag” e o papel dos sistemas de controle. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. 2. p

WAISBERG, Ivo. A posição dos investidores e acionistas na execução e recebimento do dano – notas sobre o art. 2º da Lei nº 7.913/89. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

WALD, Arnaldo. Parecer. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WEBER, Ana Carolina. **Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Artigo 9º. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZACLIS, Lionel. O investidor no mercado de capitais em face da lei. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.