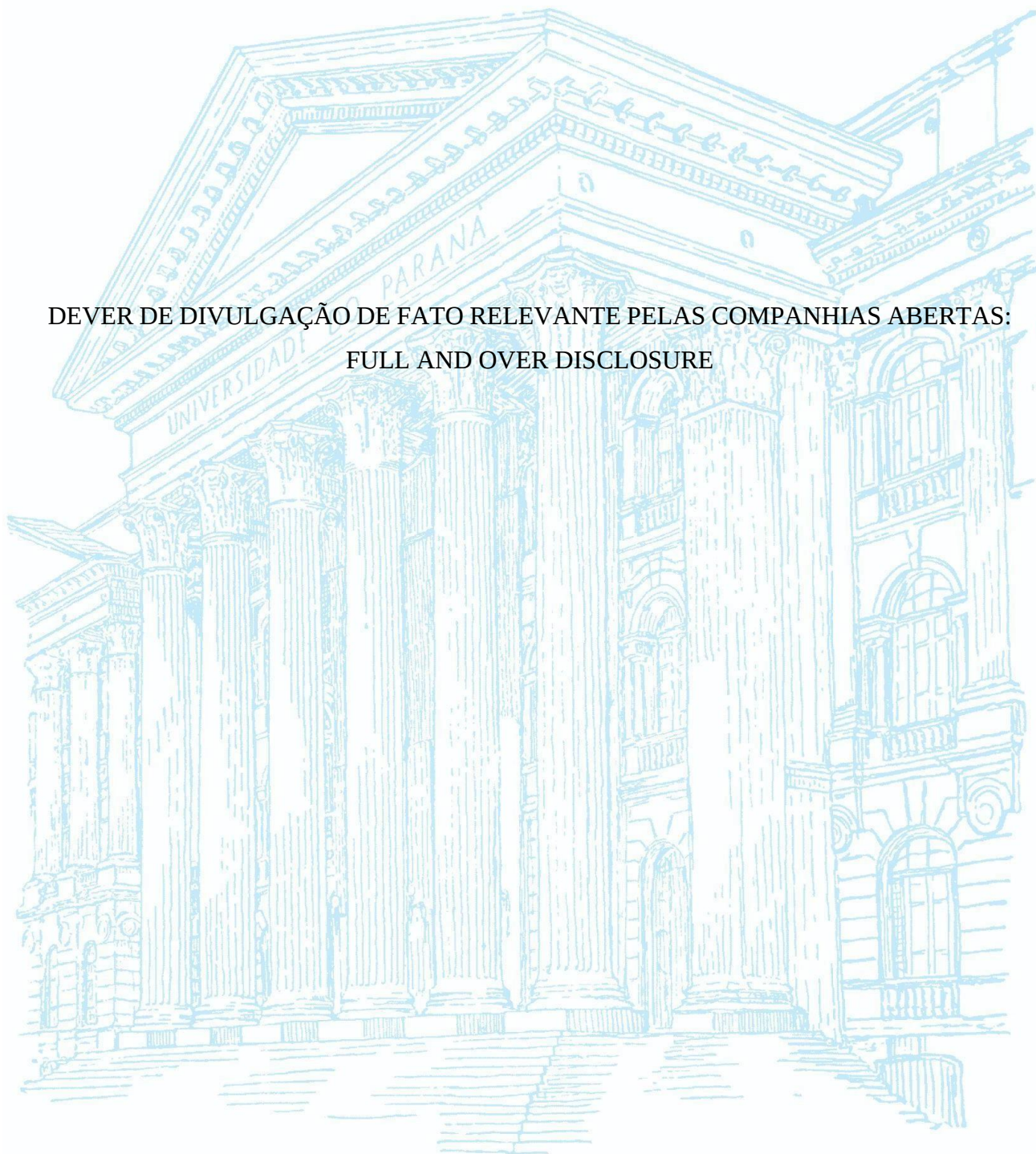


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

NATHALIA FAILI QUEIROZ

DEVER DE DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE PELAS COMPANHIAS ABERTAS:
FULL AND OVER DISCLOSURE



CURITIBA

2024

NATHALIA FAILI QUEIROZ

DEVER DE DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE PELAS COMPANHIAS ABERTAS:
FULL AND OVER DISCLOSURE

Artigo científico apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Direito pelo Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná (UFPR).
Orientador: Prof. Dr. Luiz Daniel Haj Mussi

CURITIBA

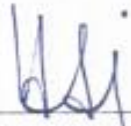
2024

TERMO DE APROVAÇÃO

Dever de Divulgação de Fato Relevante Pelas Companhias Abertas: *Full and Over Disclosure*

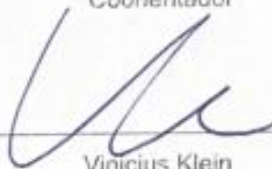
NATHALIA FAILI QUEIROZ

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

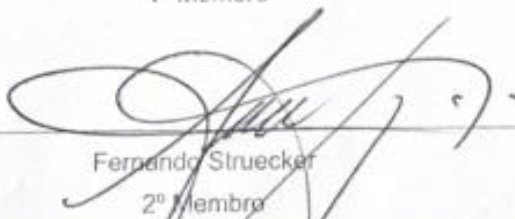


Luiz Daniel Rodrigues Haj Mussi
Orientador

Coorientador



Vinicius Klein
1º Membro



Fernando Struecker
2º Membro

Dedico este trabalho à minha criança interior, que sonhava em estudar direito na Universidade Federal do Paraná. Este Trabalho representa não apenas a realização de um sonho, que iniciou muito cedo e longe de Curitiba, mas também uma conquista significativa em minha jornada acadêmica. Que o conhecimento continue a ser uma fonte de superação e de realização de muitos outros sonhos.

AGRADECIMENTOS

Muitas pessoas foram ou ainda são importantes para a minha formação acadêmica, por isso gostaria de registrar aqui alguns agradecimentos especiais, mesmo reconhecendo que, inevitavelmente, deixarei passar muitas outras pessoas importantes, que de alguma maneira também me ajudaram.

Antes de tudo, agradeço de todo coração à minha mãe, Simone, que com incansável esforço investiu na minha educação e me apoiou com muito amor ao longo de toda a minha jornada acadêmica. Mesmo com a distância que nos separa, sinto sua presença em cada conquista. Obrigada por acreditar em mim, por me incentivar a sonhar e por sempre estar ao meu lado, mesmo que fisicamente distante. Você é minha maior inspiração e motivo para seguir em frente. Nada disso seria possível sem você!

Ao Professor Luiz Daniel Haj Mussi, que me deu o privilégio de sua orientação, agradeço por todas as aulas inspiradoras, pelas valiosas recomendações de leitura e pelas conversas enriquecedoras que tivemos. Suas monitorias foram fundamentais para meu crescimento acadêmico e profissional. Foi sob sua orientação que nasceu minha paixão pelo Direito Societário e Mercado de Capitais, áreas que hoje me fascinam e me motivam a buscar mais conhecimento. Obrigada por acreditar em mim e por me guiar nesta jornada.

Agradeço também ao Professor Vinicius Klein, pela disposição e pelas recomendações de leitura que ampliaram minha visão sobre o tema. Agradeço por estar presente na minha banca e por todo o apoio.

Também gostaria de expressar minha sincera gratidão ao escritório Struecker Hungaro Advogados, na pessoa do Fernando Struecker, pela oportunidade de trabalho e de aprendizado. Agradeço especialmente por sua presença como membro da minha banca.

Não poderia deixar de agradecer ao escritório Assis Gonçalves, Nied e Follador, pela excelente biblioteca, pelos cursos ministrados e pela oportunidade de estágio, que contribuíram imensamente para meu amadurecimento acadêmico e pessoal.

Foram essenciais durante esta trajetória as amigas de Ana Clara, Giulia Tonin, Laura Schilke, Lucia Rabbers e Mateus Neves, meus amigos da vida, que me conhecem desde muito antes deste sonho se tornar realidade. Agradeço de coração por compreenderem minhas ausências durante os momentos de estudo e por estarem sempre ao meu lado, apoiando este sonho.

Aos meus amigos da faculdade, Felipe Bonatto, Giovana Sadloski, Laura Matukiwa, Lucas França, Lucas Lins, Marina Prochmann, Mateus Bittencourt, Melissa Venturi, Sofia Lopes, Patrícia Mele, Vitor Nichele e tantos outros, por tornarem as manhãs mais leves e as aulas muito mais divertidas. Nossos momentos juntos foram essenciais para transformar esses cinco anos em uma experiência memorável.

Sou eternamente grata a todos que fizeram parte dessa jornada.

“Se tiver coragem, eu me deixarei continuar perdida. Mas tenho medo do que é novo e tenho medo de viver o que não entendo - quero sempre ter a garantia de pelo menos estar pensando que entendo, não sei me entregar à desorientação. Talvez desilusão seja o medo de não pertencer mais a um sistema”.

Clarice Lispector - A Paixão Segundo GH

RESUMO

A presente pesquisa explora a importância da transparência nas informações divulgadas pelas companhias abertas, consagrada pelo princípio do *full disclosure*, enfatizando o dever de informar os acionistas e o mercado sobre fatos relevantes, com uma linguagem clara e eficiente. O trabalho investiga a relação entre a transparência das informações e a proteção dos investidores, como uma forma de reduzir a assimetria informacional existente entre os agentes do mercado e de impedir a seleção adversa das companhias listadas no mercado de capitais. Assim, destaca-se como a falta de transparência pode impactar negativamente a confiança dos investidores e a integridade do mercado financeiro, evidenciando a necessidade de um regime de informação robusto.

Discute-se a definição legal de fato relevante, conforme regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e as diretrizes que regem sua divulgação, como quem deve realizar a divulgação, bem como o modo, o local e o tempo de divulgação.

Além disso, analisa-se o fenômeno do *over disclosure*, que ocorre quando há uma quantidade excessiva de informações divulgadas, sobrecarregando os investidores e dificultando a interpretação e a tomada de decisão.

Por fim, também são abordadas as exceções à obrigação de divulgação, como informações sigilosas e estratégicas, e os ilícitos relacionados ao uso indevido de informações privilegiadas, como o *insider trading*.

Palavras-chave: Dever de divulgação, fato relevante, companhias abertas, transparência, mercado de capitais.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. DEVER DE INFORMAR	11
2.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	11
2.2. ASSIMETRIA INFORMACIONAL E SELEÇÃO ADVERSA	14
2.3. PRINCÍPIO DO FULL DISCLOSURE	17
2.4. DEVER DE INFORMAR AO MERCADO	18
3. ATO OU FATO RELEVANTE	21
3.1. DEFINIÇÃO LEGAL	21
3.2. FORMA DE DIVULGAÇÃO	25
3.2.1. Quem Deve Divulgar?	25
3.2.2. Tempo de Divulgação	27
3.2.2.1. Divulgação Imediata	27
3.2.2.2. Negócios não concluídos	29
3.2.3. Local de Divulgação	31
3.2.4. Modo de Divulgação e Over Disclosure	33
4. EXCEÇÃO AO DEVER DE DIVULGAR	36
4.1. MANUTENÇÃO EM SIGILO	36
4.2. VAZAMENTO DE INFORMAÇÃO E OSCILAÇÃO ATÍPICA	39
5. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	40
5.1. INSIDER TRADING	40
5.2. ELEMENTOS	42
5.2.1. Existência de informação privilegiada	42
5.2.2. Posse da informação	43
5.2.3. Objetivo de obter vantagem indevida	45
5.3. RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA	45
5.4. RESPONSABILIDADE PENAL	46
5.5. RESPONSABILIDADE CIVIL	47
6. CONCLUSÕES	50
7. REFERÊNCIAS	50

1. INTRODUÇÃO

A função econômica essencial do mercado de capitais é permitir o acesso das companhias abertas à poupança popular, conectando investidores (poupadores) e emissores (tomadores), para promover a captação de recursos disponíveis junto ao público em geral, a fim de financiar e viabilizar projetos de investimento, mediante a emissão pública de valores mobiliários.

Como esse mercado exerce influência significativa na economia, sendo responsável ora por seu crescimento, ora por crises de impacto global, há necessidade de se regular e fiscalizar as atividades, o que é atualmente realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), juntamente com o Banco Central do Brasil.

A regulação de determinada atividade compreende a elaboração de normas legais que importam no estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, o que inexistia quando o mercado é inteiramente livre¹.

Um dos objetivos essenciais da regulação do mercado de capitais é o de propiciar eficiência na determinação do valor dos títulos nele negociados. Em princípio, quanto mais rápida for a reação das cotações dos papéis às novas informações, mais eficiente será o mercado².

Neste ínterim, o dever de divulgar fato relevante integra o conjunto de deveres de informação no âmbito do mercado de capitais, no qual a disciplina da transparência tem sido vista como principal ferramenta regulatória.

Na teoria sistematizada por Roberts e Fama no final da década de 1960³, um mercado eficiente é aquele em que os preços dos ativos financeiros refletem integralmente todas as informações dos negócios da companhia, sejam elas públicas ou não, incluindo por exemplo informações privadas de empregados da companhia.

¹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 45.

² EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 690.

³ Referida teoria visava descrever a relação existente entre a divulgação de informações consideradas sensíveis a respeito dos emissores e a correspondente alteração no preço dos valores mobiliários, classificando a eficiência do mercado de valores mobiliários como: fraca, semiforte e forte. A eficiência fraca existia quando o preço dos valores mobiliários refletisse apenas as informações passadas sobre aquele emissor, insuficientes para prever o seu comportamento futuro. Consequentemente, os preços dos valores mobiliários seriam considerados independentes uns dos outros, sendo distribuídos de modo aleatório ao longo do tempo. A eficiência semiforte, por sua vez, existia quando o preço dos valores mobiliários refletisse todas as informações públicas disponíveis, de modo que todas as novas informações a respeito de determinado emissor seriam sucessivamente incorporadas aos referidos preços, tão logo elas se tornassem públicas, de modo extremamente rápido.

Sob essa perspectiva, um mercado de valores mobiliários seria considerado eficiente na medida em que as informações disponíveis relativas a determinado emissor estivessem sempre incorporadas aos preços de negociação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Assim, as informações estariam disponíveis de forma equitativa a todos os agentes econômicos, que teriam expectativas homogêneas e a mesma probabilidade de retorno dos ativos. Consequentemente, em um mercado de eficiência forte, não seria possível obter benefícios decorrentes do acesso a informações privilegiadas

A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade⁴.

Nas organizações em que a propriedade e o controle são separados, há uma distribuição desigual do acesso às informações do negócio, de forma que investidores externos à empresa dispõem de informações limitadas sobre as reais perspectivas do negócio, enquanto o grupo de controle possui acesso privilegiado a determinadas informações.

Apesar de a versão forte não possuir correspondência com a realidade, ela serve de importante *benchmark* para a análise do dever de informação⁵. Na prática, o que se busca é a versão semiforte do mercado, na qual todas as informações publicamente disponíveis são refletidas na cotação dos títulos, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de se divulgar todas as informações relevantes.

2. DEVER DE INFORMAR

2.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

No início do século XVII, os investidores não possuíam acesso regular às informações financeiras das companhias, de forma que a decisão acerca do investimento era tomada unicamente com base no preço das ações.

⁴ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 38.

⁵ KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina. **Análise Econômica do Direito: Principais Autores e Estudos de Casos**. Curitiba: CRV, 2019.

Este cenário facilitava a disseminação de informações falsas e a negociação de valores mobiliários a preços distorcidos, o que contribuiu para a deflagração da crise econômica de 1929 e do *crash* da *New York Stock Exchange*⁶.

A aquisição de ações por impulso, em decorrência de informações tendenciosas e movimentos especulativos de investidores profissionais, causaram perdas e danos materiais irreparáveis aos investidores⁷.

A decisão de investimento em determinado mercado é tomada levando-se em conta a confiabilidade de tal mercado, e não há como se considerar um mercado confiável se suas regras forem complacentes com negociações baseadas em uso de informações privilegiadas.

No âmbito do processo recuperacional do *New Deal*, surge o clamor para que as operações envolvendo valores mobiliários passassem a ser objeto de regulação federal, com a imposição do dever de ampla publicidade de todas as informações essenciais aos investidores⁸.

A partir de então, houve uma percepção de que os investidores, que se dispõem a alocar seu excedente de poupança em investimento em valores mobiliários, carecem de uma maior proteção, em decorrência de sua situação de vulnerabilidade em relação aos emissores⁹.

Assim, foi criada uma filosofia de *disclosure* no mercado de capitais norte americano, sendo claramente adotada a partir da criação da *Securities Exchange Commission* (“SEC”), o órgão regulador de tal mercado.

Além disso, foi editado o *Securities Act* de 1933 – que instituiu o sistema de registro duplo dos emissores e das ofertas públicas de valores mobiliários, exigindo uma série de obrigações informacionais a serem divulgadas aos investidores no tempo, na forma e de acordo com a regulamentação¹⁰ –; e o *Securities Exchange Act* de 1934 – que estendeu o princípio da divulgação obrigatória de informações ao mercado secundário de valores mobiliários,

⁶ 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. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021, p. 1.

⁷ LOBO, Jorge. Direito de Informação do Acionista. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 553.

⁸ 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,. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021, pp. 1-2.

⁹ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 79.

¹⁰ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 196.

vinculando a negociação em bolsa à divulgação contínua de informações periódicas e eventuais pelos respectivos emissores¹¹.

Assevera-se, na Seção 2(3) do *Securities Exchange Act* de 1934, que frequentemente os preços dos títulos na bolsa de valores e nos mercados de balcão são suscetíveis de manipulação e de controle, e a divulgação desses preços gera especulação excessiva, resultando em abruptas e desarrazoadas flutuações, as quais impedem a correta avaliação dos valores dos títulos.

Não se tratavam, ainda, de regras específicas como a examinada no presente trabalho – relativa à divulgação de fatos relevantes – mas de informações básicas e basilares, de modo a permitir que os investidores ao menos compreendessem alguns aspectos do empreendimento.

As premissas que fundamentam as medidas regulatórias destinadas ao mercado de valores mobiliários seguem, desde então, a orientação proposta pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934, centradas no estabelecimento de regras destinadas a garantir o amplo acesso à informação nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e no mercado secundário¹².

No Brasil, a atual legislação de mercado de capitais e das sociedades anônimas, estabelecidas pelas Leis nº 6.385 e 6.404 de 1976, também foi editada logo após uma crise especulativa, e adotou regras de divulgação de informações inspiradas na legislação norte-americana¹³.

O mercado de capitais brasileiro começou a efetivamente atrair investidores em razão de uma política de incentivos fiscais efetivada pelo Decreto-Lei nº 157/1967. No final da década de 1960 e início da década de 1970, momento conhecido como “milagre econômico brasileiro”, o mercado estava em expansão, mas a elevação dos índices de inflação e o “choque dos preços do petróleo” em 1973 levaram os investidores a diminuir suas posições no mercado acionário¹⁴.

A necessidade de desenvolvimento do mercado, acompanhado do estabelecimento de uma estrutura institucional forte, conduziu à criação da Comissão de Valores Mobiliários

¹¹ 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,. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021, p. 2.

¹² 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,. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021, p. 2.

¹³ O mercado de capitais norte americano influencia o regramento sobre o tema em todo o mundo, uma vez que é um dos mais desenvolvidos no assunto.

¹⁴ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 118.

(CVM). A exposição de motivos da Lei nº 6.386/76 (Lei do Mercado de Capitais)¹⁵, que instituiu o novo marco regulatório de mercado de capitais brasileiro, dá a exata medida da intenção do legislador ao editar a norma que viria a regular referido mercado:

A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para a emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que a agência governamental especializada exerça a função de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que se está sujeito¹⁶.

A menção à “divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado” entre os instrumentos de garantia fundamental do bom funcionamento do mercado de capitais confirma a importância do tempestivo acesso à informação relevante pelo mercado de forma geral. A obrigação de divulgação de fatos relevantes destina-se a garantir o atingimento desse objetivo principal.

O estabelecimento legal do direito à informação dos acionistas pode ser entendido como uma das causas do crescimento do mercado de capitais, sendo sua implementação resultado da necessidade de um consenso interno mínimo, que permita às sociedades anônimas atrair os investimentos necessários para o seu desenvolvimento.

2.2. ASSIMETRIA INFORMACIONAL E SELEÇÃO ADVERSA

Em regra¹⁷, o mercado de capitais é um mercado de renda variável, de modo que a remuneração não pode ser dimensionada no momento da aplicação, já que não é estabelecido um percentual fixo de ganhos sobre o investimento realizado.

O investidor do mercado deve ser entendido como alguém que se propõe a adquirir um ativo de alguma complexidade, cujo valor econômico é influenciado por inúmeros fatores muitas vezes fora do controle da própria companhia emissora, como fatores políticos locais e estrangeiros, condições climáticas, condutas de outros investidores, êxito de decisões tomadas por outras companhias etc.

¹⁵ "No ambiente do mercado de capitais, em que as negociações são abertas ao público em geral, a higidez do sistema é questão de ordem pública e merecedora de tutela por parte de órgão de Estado constituído para essa finalidade específica, dotada de poder de polícia que se manifesta em suas funções normativa, punitiva e fiscalizadora". BARBOSA, Marcelo. Algumas Notas Sobre Insider Trading. In: **Lei das S.A. em seus 40 anos**. São Paulo: Forense, 2017, p. 276.

¹⁶ BRASIL, Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos 197, de 24.06.1976. **Diário do Congresso Nacional**. Brasília: 10.08.1976, p. 6974.

¹⁷ Apesar do mercado de capitais ser composto preponderantemente de investimentos em renda variável, há também valores mobiliários que representam investimentos em renda fixa, como as debêntures.

Estes não possuem controle permanente sobre as atividades da companhia, podendo acompanhar o desenvolvimento das atividades sociais apenas através das informações que lhe são repassadas.

A informação é uma necessidade básica do ser humano, consistindo em um pressuposto para o exercício de diversas atividades econômicas e direitos individuais¹⁸.

Este cenário revela as assimetrias informacionais inerentes à maioria das relações financeiras, nas quais uma das partes tem menos informações do que a outra. Os *insiders* da companhia, basicamente controlador e administradores, têm muitas mais informações que os *outsiders* (minoritários e investidores de mercado), especialmente em relação a informações econômicas e financeiras.

O acesso diferenciado de participantes de uma relação jurídica a informações pode levar à deterioração dos bens oferecidos naquele mercado e, em última instância, ao desaparecimento do próprio mercado. No mercado de capitais, isso corresponde à diminuição do fluxo de investidores e de qualidade das empresas listadas, acarretando a migração das melhores companhias e dos investidores mais sofisticados para os mercados em que há melhor acesso à informação¹⁹.

Se não controladas, as assimetrias de informação podem levar a um pernicioso processo de “seleção adversa” semelhante àquele descrito por George Akerlof, em sua obra “*The Market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*”²⁰.

Tipicamente, a seleção adversa é associada a casos em que o principal não dispõe de todas as informações necessárias acerca daquele com quem irá contratar. Nesses casos, o contratado tem um estímulo para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo daquele estímulo, procura salvaguardas, ofertando preços mais baixos ou simplesmente deixando de contratar²¹.

No modelo descrito por Akerlof, a existência de assimetrias informacionais entre vendedores e compradores de veículos usados²² faz com que estes não sejam capazes de identificar os veículos de má qualidade, dado o impulso dos vendedores a disfarçar os defeitos existentes. Por essa desconfiança inicial, o preço ofertado pelo comprador tende a ser sempre inferior àquele proposto pelos vendedores.

¹⁸ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 69.

¹⁹ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2019, p. 286.

²⁰ George Arthur Akerlof demonstra como em certos setores a incerteza sobre a qualidade pode levar ao desaparecimento do próprio mercado.

²¹ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 41.

²² Lemon é a gíria que designa os veículos em más condições.

Essa situação se reflete no processo de formação de preços, fazendo com que o preço dos veículos usados de boa e má qualidade seja substancialmente o mesmo, o que tende a afastar os donos de carros em boas condições, reduzindo a oferta no mercado e fazendo com que este seja composto apenas pelos veículos de pior qualidade. Essa tendência à seleção adversa se dá em função da ausência de fluxos de informação.

No mercado de capitais ocorre algo muito semelhante entre os controladores e os não controladores, situação que tende a fazer com que o mercado seja composto apenas por companhias de pior qualidade, pois não é possível para os investidores decidirem entre permanecer na companhia ou não, nem mesmo diferenciar uma das outras²³.

Assim, os emissores que possuem empreendimentos de maior qualidade terão seus valores mobiliários negociados a um valor inferior do que teria caso os investidores pudessem verificar suas reais qualidades, o que naturalmente diminuiria o montante de recursos a serem alocados²⁴.

Impõe-se, assim, a intervenção do Estado, estabelecendo regras de publicidade e adotando medidas voltadas a minimizar os efeitos da assimetria informacional e da seleção adversa, de forma a traduzir, em linguagem compreensível para o leigo, o teor das informações técnicas, os riscos e as vantagens do negócio²⁵.

É essencial a confiabilidade das informações internas que são repassadas aos investidores sobre todos os aspectos que possam influenciar o seu investimento, tais como a saúde financeira da companhia, a previsão de resultados futuros, os resultados e a competência dos administradores etc. Daí decorre um regime de divulgação de informações muito mais rígido do que aquele aplicável às companhias fechadas²⁶.

A partir disso, deve-se reconhecer que um ambiente em que se verifica a ocorrência de um trânsito suficiente e adequado de informações ao investidor fornece a segurança necessária para que haja a transferência de valores. Afinal, acreditando-se que as companhias possuem, de fato, as características que informaram possuir, faz sentido compreender que os investidores terão mais incentivos para aportar suas poupanças junto ao mercado²⁷.

²³ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2019, p. 289.

²⁴ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 89.

²⁵ WELLISCH, Jülya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53.

²⁶ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 123.

²⁷ HAJ MUSSI, Luiz Daniel; FUCKNER, Mariana Hofmann. Críticas ao Sistema de Ofertas Públicas de Distribuição de Contratos de Investimento Coletivo Hoteleiro Sob o Prisma da Proteção ao Investidor e da

2.3. PRINCÍPIO DO *FULL DISCLOSURE*

O regime informacional brasileiro, seguindo o modelo norte americano capitaneado pela *Securities and Exchange Commission*, é baseado no princípio do *full and fair disclosure*, adotando três principais estratégias: (i) a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; (ii) a vedação ao uso de informações privilegiadas; e (iii) a proibição de práticas que manipulem o mercado.

A atuação preventiva da CVM, em cumprimento à supervisão de informações prestadas pela companhia aberta, assenta-se na divulgação de informações periódicas e eventuais. As companhias abertas estão submetidas ao envio de informações periódicas estabelecidas pela Resolução CVM nº 80/2022²⁸ e informações eventuais estabelecidas pela Resolução CVM nº 44/2021, contemplando fatos relevantes, comunicados ao mercado e aviso aos acionistas.

Com efeito, a divulgação de informações de forma equânime a todo mercado permite a redução da assimetria informacional existente nas companhias abertas, buscando a igualdade de acesso ao maior número de informações, com maior clareza, precisão e rapidez possíveis, pelos *outsiders*.

Dessa forma, através da aplicação de política de ampla divulgação de informações, os envolvidos externos da companhia terão acesso às mesmas informações sobre seus negócios que os envolvidos internos²⁹, garantindo o pleno fluxo de informações a todos os participantes do mercado.

A informação completa não significa apenas que o conteúdo da informação deva ser o mais detalhado, completo e inteligível possível, mas também que essa informação deva ser

Confiabilidade e da Eficiência do Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 174-175, ago. 2017/jul. 2018, p. 207.

²⁸ O art. 22 da Resolução CVM nº 80/2022 prevê as informações periódicas que devem ser enviadas pelos emissores à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na internet, listando: (i) formulário cadastral; (ii) formulário de referência; (iii) demonstrações financeiras; (iv) formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP; (v) formulário de informações trimestrais – ITR; (vi) edital de convocação da AGO; (vii) proposta da administração em AGO; (viii) sumário das decisões tomadas na AGO; (ix) ata da AGO, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto; (x) relatório de que trata o art. 68, § 1º, alínea “b” da Lei nº 6.404, de 1976, quando aplicável; (xi) boletim de voto a distância, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; (xii) informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa; (xiii) mapa sintético das instruções de voto; (xiv) mapa de votação sintético consolidando os votos proferidos a distância; (xv) mapa final de votação sintético; e (xvi) mapa final de votação detalhado.

²⁹ RIBEIRO, Aline Pardi. A importância do Full Disclosure e a Análise do Desrespeito ao Dever de Informar nos Casos Concretos. In: **Estudos Aplicados de Direito Empresarial**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 17.

acessível a todos³⁰. É nesse sentido que deve ser interpretado o princípio do *full disclosure* previsto no art. 4, VI, da Lei do Mercado de Capitais³¹.

Ao se falar em informação plena sobre a companhia, não se inaugura uma questão quantitativa, mas sim qualitativa. É importante que as informações divulgadas, de fato, possam influenciar na cotação dos valores mobiliários e/ou na decisão de investimento ou desinvestimento dos investidores.

2.4. DEVER DE INFORMAR AO MERCADO

A Lei das Sociedades Anônimas, no capítulo em que trata do Conselho de Administração e da Diretoria, estabelece o dever de informar, que se subdivide no dever de informar a própria companhia e no dever de informar o mercado e os investidores em geral.

O dever de informar à própria companhia é típico das companhias fechadas, em que a informação possui influência preponderante nas próprias relações internas da companhia. Enquanto o dever de informar o mercado e os investidores em geral é próprio das companhias abertas.

Nas companhias abertas, a relação dos acionistas meramente investidores³² tende a ser mais tênue e transitória que a do acionista comum nas companhias fechadas. Consequentemente, a disponibilização de informações nas companhias abertas tem íntima relação com a maior circulação de suas ações, interessando aos investidores e ao mercado de capitais em geral³³.

Em função de sua aptidão para acessar recursos junto ao público em geral, por meio de emissão pública de seus valores mobiliários, a legislação impõe obrigações e responsabilidades mais rigorosas às companhias abertas³⁴. Há um sistema de proteção de direitos aos investidores, que substancialmente decorre da LSA e é complementado pelo arcabouço normativo aplicável às companhias abertas, como a Resolução CVM nº 44/21.

³⁰ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2019, pp. 281-282.

³¹ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

³² O acionista investidor de mercado entende a participação social como um ativo financeiro, passível de substituição a qualquer momento, conforme a variação da cotação das ações no mercado de valores mobiliários. Para este não tem relevância o setor produtivo em que a companhia está inserida ou a pertinência das atividades.

³³ RIZZO, Valdo Cestari de. et al. 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, 2021, p. 600.

³⁴ Essas obrigações valem para todas as companhias listadas na Bolsa, mesmo que ainda não tenham efetivado a sua Oferta Pública Inicial de Venda de Ações (IPO).

As informações são exigidas inicialmente para a obtenção perante a CVM do registro da companhia aberta e do registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Após esse procedimento, há exigências de publicar, anual e trimestralmente, as demonstrações financeiras auditadas e de manter atualizadas as informações do Formulário de Referência.

Outrossim, o §4º do art. 157 da LSA, estabelece o dever dos administradores de companhias abertas “comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Pela redação deste dispositivo, nota-se que o sistema de prestação de informações obrigatórias e eventuais se destina, além das pluralidades acionárias (acionistas controladores, minoritários, votantes e não votantes), ao mercado e aos diversos *stakeholders*.

O regime informacional das companhias abertas visa reduzir a assimetria informacional, para que todos os agentes tenham igualdade de condições de negociação dos valores mobiliários e que disponham das mesmas informações para a tomada de suas decisões de investimento³⁵.

É o cumprimento do dever de informação que permite ao investidor a recepção do sinal, a análise da mensagem sinalizada pela divulgação de informações e, como consequência deste processo receptivo-cognitivo, a tomada de decisão do investimento, que se soma a uma série de outras mensagens presentes no mercado, com as informações comparadas de outras empresas³⁶.

Ao investidor, não basta acompanhar o pregão, mas, na posse e uso das informações veiculadas no mercado, ver o negócio existente por trás das certificações de ações, concentrando-se nos lucros, patrimônio, perspectivas futuras e assim por diante, para se chegar a uma ideia do valor intrínseco da companhia³⁷.

Assim, a exigência da prestação de informações no mercado de valores mobiliários embute a ideia de que o investidor informado estará simultaneamente protegido contra (i) uma tomada de decisão distorcida, principalmente em relação ao preço do valor mobiliário e aos aspectos qualitativos do emissor; e (ii) práticas abusivas por aqueles que se encontrariam em

³⁵ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 621.

³⁶ MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, vol. 1, 2014, p. 2.

³⁷ LOBO, Jorge. Direito de Informação do Acionista. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizerik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 552.

posição de superioridade informacional com relação ao investidor, caso a divulgação de informações não fosse obrigatória³⁸.

A correta precificação dos valores mobiliários negociados deve ser resultado da existência e do cumprimento de boas regras de divulgação, da atuação tempestiva das autoridades de repressão de fraudes e manipulações.

A tomada de decisão informada de investimento, por sua vez, faz com que as informações disponibilizadas sejam impostas aos respectivos preços dos valores mobiliários, que passariam a refletir, então, as informações disponíveis a respeito deles e, conseqüentemente, a sua correta avaliação econômica (assumindo que todas as informações necessárias para tanto são exigidas pelo regime informacional), promovendo a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

Por essa razão, as informações divulgadas devem ser confiáveis, a fim de permitir ao investidor definir o preço que lhe parece justo do ativo e avaliar o risco das operações, de modo a poder estabelecer com racionalidade suas estratégias de atuação³⁹.

Considerando que, em teoria, os membros do conselho de administração e da diretoria agem como fiduciários, no melhor interesse dos acionistas, há uma presunção de que as informações divulgadas ao mercado, através de fato relevante ou outros mecanismos, são verídicas e confiáveis⁴⁰.

Ao submeter uma grande quantidade de informações atinentes aos negócios dos emissores ao escrutínio de seus investidores e do mercado de modo geral, o regime do *disclosure* auxilia na dissuasão e na identificação de eventual comportamento auto interessado dos administradores e dos controladores, reduzindo os custos do monitoramento dos investidores⁴¹.

Além de subsidiar eventuais medidas defensivas dos investidores, o regime informacional exerce um importante efeito profilático, evitando que os controladores tenham

³⁸ 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., São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021, p. 2.

³⁹ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 124.

⁴⁰ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 885.

⁴¹ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 98.

comportamentos indesejáveis ou sejam negligentes na condução dos negócios sociais às expensas dos investidores, já que suas condutas não poderão ser facilmente omitidas⁴².

Adicionalmente, diante da obrigação de divulgar determinado conjunto informacional, os responsáveis pela condução dos negócios sociais terão de coletar e analisar determinados dados que potencialmente podem ser importantes ao desenvolvimento das atividades sociais, que provavelmente seriam ignorados caso o dever de informá-las não existisse⁴³.

No entanto, apesar da importância do dever de informação, este não pode e nem jamais irá igualar as condições de negociações entre as partes, e é natural que assim o seja.

Isso não significa que as partes terão efetivo conhecimento das mesmas informações ao negociarem, mas que o universo de informações disponíveis para que tomem suas decisões será o mesmo. Os mais preparados tecnicamente sempre terão melhores possibilidades de sucesso na negociação.

Apesar dos benefícios do regime de informação, não se pode deixar de mencionar os custos gerados para as companhias abertas, como investimentos significativos em sistemas contábeis e processos de auditoria. O tempo e os recursos gastos na preparação e divulgação de informações podem ser vistos como custos de oportunidade, uma vez que poderiam ser utilizados em outras áreas que poderiam gerar mais valor para a companhia⁴⁴.

3. ATO OU FATO RELEVANTE

3.1. DEFINIÇÃO LEGAL

A divulgação de fato relevante representa o deslocamento da relação companhia-acionista, do ponto de vista informacional, para um relacionamento da companhia e o público em geral, que vem a ser a filosofia do *disclosure*, bem mais ampla do que a satisfação do direito de informação do acionista⁴⁵.

Fato relevante é um documento informativo das companhias abertas, direcionado aos seus investidores, contendo esclarecimentos sobre os negócios realizados ou a serem

⁴² PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 99.

⁴³ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 99.

⁴⁴ LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The Economic Consequences of Increased Disclosure. **Journal of Accounting Research**, 2000, Vol. 38, p. 93.

⁴⁵ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 857.

implementados, em todos os aspectos relevantes da companhia, podendo se tratar de fatos extraordinários ou ordinários⁴⁶.

A CVM regulamentou a matéria, inicialmente, com a Instrução CVM nº 31/1984, seguida da Instrução CVM nº 358/2002 e, atualmente, com a Resolução CVM nº 44/2021.

O conceito de fato relevante adotado pela Lei Societária brasileira, advém do *material fact*⁴⁷, previsto na Rule 10b-5⁴⁸ promulgada pela SEC⁴⁹. Fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários da companhia, ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários.⁵⁰

Não são, portanto, quaisquer fatos relativos à atividade da companhia que devem ser revelados ao mercado, somente aqueles que puderem, por sua magnitude, ensejar alguma das três circunstâncias referidas nos incisos I a III do art. 2º da referida Resolução.

A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado⁵¹. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento independentemente de essa alteração vir a ocorrer.

⁴⁶ RIBEIRO, Aline Pardi. A importância do Full Disclosure e a Análise do Desrespeito ao Dever de Informar nos Casos Concretos. In: **Estudos Aplicados de Direito Empresarial**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 34.

⁴⁷ Apesar de não haver uma definição precisa, a jurisprudência norte-americana consolidou o entendimento de que configura um material fact aqueles fatos que seriam levados em consideração por um investidor médio ao negociar no mercado.

⁴⁸ “§ 240, Rule 10b-5: *Employment of Manipulative and Deceptive Practices. 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.*” (U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. 17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2011-title17-vol3/pdf/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5.pdf>>. Acesso em 05 out. 2024).

⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 624.

⁵⁰ Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

⁵¹ Nesse sentido, ver PAS RJ2012/14871.

Nesse sentido, é bastante explicativo o voto do Diretor Marcelo Trindade no âmbito do PAS RJ 2006/4776⁵²: “o impacto efetivo da cotação das ações não se confunde com o impacto potencial de que se trata a lei. O impacto efetivo poderá não se verificar na prática e, muitas vezes, por razões externas à própria companhia. O mercado pode estar num momento tão aquecido a ponto de notícias que, em outros cenários, poderiam afetar a cotação das companhias, não a afetem, porque há outras notícias melhores fazendo com que aquelas cotações não sejam afetadas”.

Com o objetivo de facilitar a identificação, por parte dos administradores de companhias abertas, de situações que poderiam dar ensejo à necessidade de divulgação, a Resolução CVM nº 44/2021, em seu artigo 2º, parágrafo único, apresenta uma série de atos ou fatos que podem ser relevantes, entre os quais: mudança de controle da companhia; fechamento de capital; incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia etc.

No entanto, essa enumeração é meramente exemplificativa, e visa apenas facilitar a identificação de situações que possam dar ensejo à necessidade de divulgação aos investidores, elencando uma série de fatos ou operações que podem constituir fatos relevantes⁵³.

Considerando que o elenco se refere a fatos que são potencialmente – e não necessariamente – relevantes, não é porque consta do rol que o evento é, por isso, um fato relevante na companhia específica.

Isso porque embora certamente existam hipóteses que configurem fato relevante em qualquer companhia, o que é ou não fato relevante precisa ser verificado à luz da realidade de uma determinada companhia e do efeito que o evento específico tem sobre ela, de modo que o que é relevante para uma certa companhia pode não o ser, necessariamente, para outra companhia⁵⁴.

As informações contidas nas demonstrações contábeis trimestrais e nas demonstrações financeiras anuais — justamente por exprimir com clareza a situação patrimonial da companhia e contribuir para a precificação adequada dos valores mobiliários — são presumidamente consideradas relevantes, conforme se constata o art. 14 da Resolução CVM nº 44/2021⁵⁵.

⁵² PAS CVM RJ 2006/4776.

⁵³ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 626.

⁵⁴ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 861.

⁵⁵ Art. 14. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 16 e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da

A presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo, a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel⁵⁶.

O critério fundamental para configurar um fato relevante não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa, mas em saber se ele é capaz de fluir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários da companhia, ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários.

Apesar da tentativa de clareza e amplitude da Resolução, a própria CVM reconhece o caráter subjetivo do conceito de fato relevante, recomendando a análise caso a caso.

A noção de relevância serve como importante limitador às obrigações de divulgação de informações, beneficiando simultaneamente os emissores, que ficam desobrigados de incorrer nos custos associados à elaboração e à divulgação de informações que não possuem qualquer importância para os investidores; e os investidores, que podem concentrar seus esforços e dispor de seu tempo e recurso apenas para processar, interpretar, e verificar as informações que lhe são efetivamente úteis⁵⁷.

Por último, apesar da Resolução CVM nº 44/2021 se referir a “ato” ou “fato” relevante, entende-se que o conceito de fato engloba o de ato, tanto no seu uso corrente, quanto no sentido de ato ou fato jurídico. Desse modo, a palavra “ato” pode ser considerada supérflua⁵⁸.

3.2. FORMA DE DIVULGAÇÃO

A definição, pelo regulador, de um padrão uniforme de prestação de informações, tanto com relação ao conteúdo e à forma de apresentação, facilita seu uso e sua manipulação, principalmente por permitir a comparação entre diversos emissores distintos, o que aumenta a importância e o valor da informação para os destinatários⁵⁹.

companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.

§ 1º A proibição de que trata o caput independe da avaliação quanto à existência de informação relevante pendente de divulgação ou da intenção em relação à negociação.

⁵⁶ Diretor Gustavo Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13651, em 19.06.2018.

⁵⁷ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 274.

⁵⁸ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 139.

⁵⁹ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 94.

Caso a divulgação de informações não fosse imposta de modo padronizado, haveria um aumento significativo dos custos a serem dispensados pelos investidores na interpretação e na comparação das informações divulgadas.

3.2.1. Quem Deve Divulgar?

A Resolução CVM nº 44/2021, em seu art. 3º⁶⁰, atribui a obrigação de divulgação de fatos relevantes ao Diretor de Relação com Investidores, o qual assume não só as obrigações ordinárias da Diretoria como também encargos adicionais de zelar pelo cumprimento de certas obrigações em relação ao mercado⁶¹.

O DRI da companhia deve avaliar os potenciais impactos que uma informação pode causar no comportamento dos investidores, devendo formular juízo prospectivo antes de decidir transmitir ao mercado sua percepção de que aquela informação é passível de alterar as projeções de retorno do capital investido⁶².

Incube ao Diretor de Relação com Investidores coordenar a elaboração e revisar todos os documentos exigidos pela regulamentação aplicável às companhias abertas, o que inclui a elaboração das informações periódicas e divulgação de fatos relevantes. Uma vez produzidas, este Diretor também é responsável pelo envio das referidas informações à CVM.

Esta figura é essencial para o adequado funcionamento do mercado de capitais, uma vez que é responsável por divulgar informações não conhecidas e complementar informações incorretas, impedindo que negociações baseadas em informações privilegiadas ocorram.

Isso porque, ao divulgar informação ao mercado, o Diretor de Relações com Investidores transforma a informação privilegiada em informação pública, eliminando a assimetria informacional entre os agentes.

Sem prejuízo da responsabilidade primária do Diretor de Relação com Investidores, a Resolução CVM nº 44 impõe aos acionistas controladores, diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas,

⁶⁰ Art. 3º Cumprir ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios [...].

⁶¹ LOBO, Jorge. Direito de Informação do Acionista. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 568.

⁶² LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais V: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 188.

criados por disposição estatutária, o dever de comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao DRI⁶³.

Isso porque, em uma grande companhia, a quantidade de negócios celebrados diariamente e fatos relacionados a eles é imensa, e nenhuma pessoa terá individualmente conhecimento de todas as informações⁶⁴.

No entanto, havendo omissão do Diretor de Relação com Investidores, os demais agentes acima mencionados, caso tenham conhecimento pessoal de fato relevante não divulgado, devem providenciar a divulgação da informação imediatamente à CVM, sob pena de serem responsabilizados⁶⁵.

A referência a “conhecimento pessoal” limita as hipóteses de incidência da obrigação, isto é, os administradores não são obrigados a comunicar à CVM a não divulgação de fatos que eles não tenham conhecimento. Isso porque a legislação não impõe um dever de fiscalização das atividades do Diretor das Relações com Investidores⁶⁶.

A CVM reconhece que certos fatos relevantes podem não ser do conhecimento do DRI, inclusive pela circunstância de se produzirem fora da companhia. Para essas situações a autarquia estabeleceu não só uma obrigação dos administradores e do acionista controlador de informar ao DRI os fatos relevantes de que tenham conhecimento, como ainda impôs ao DRI a obrigação de inquirir as pessoas sobre a existência de algum fato relevante toda vez que verificar oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários⁶⁷.

Não se admite que o Diretor da Relação com Investidores fique em uma posição passiva, exigindo que este busque obter a informação, indagando das pessoas pertinentes e acompanhando as negociações com valores mobiliários de emissão da companhia.

Em emblemático caso envolvendo a JBS, o DRI da companhia foi punido pela divulgação tardia de fato relevante, que decorreu da negativa pelo Diretor Presidente de prestar informações sobre os rumores de colaboração premiada, por se tratar de procedimento sigiloso.

⁶³ § 1º 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, devem comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, ao qual cumpre promover sua divulgação.

⁶⁴ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 163.

⁶⁵ § 2º Caso as pessoas referidas no § 1º tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Resolução, somente se eximem de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

⁶⁶ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 164.

⁶⁷ PAS CVM N. RJ 2013/10909.

No entendimento da CVM, o DRI tinha a obrigação de imediatamente divulgar como fato relevante a parcela da informação que obteve, isto é, de que apurou a existência de procedimento sigiloso ao qual estavam submetidos vários executivos da JBS, embora não pudesse precisar o conteúdo, a extensão e as possíveis consequências desses procedimentos⁶⁸.

Desse modo, a obrigação legal do Diretor da Relação com Investidores informar o mercado sobre os fatos relevantes de que tenha conhecimento, sobrepõe-se a qualquer consideração sobre o sigilo ao qual o controlador e outros executivos possam estar submetidos em virtude da Lei nº 12.850/2013 (Lei de Organização Criminosa)⁶⁹.

3.2.2. Tempo de Divulgação

3.2.2.1. Divulgação Imediata

A divulgação dos fatos relevantes deve ser oportuna, isto é, deve ocorrer imediatamente após a administração da companhia formar seu juízo sobre a relevância da situação⁷⁰.

Isso se justifica porque o fato relevante tem um caráter de excepcionalidade e urgência, à medida que altera materialmente as expectativas e informações conhecidas sobre a companhia ao mesmo tempo em que não pode aguardar o momento de divulgação das informações periódicas⁷¹.

Sem a imediata divulgação, o fluxo de ordens e mesmo a cotação dos valores mobiliários relevantes da companhia aberta estariam baseados em informações não só desatualizadas, mas também com a ausência de dados relevantes, o que fatalmente levaria a uma má formação de preços no mercado de capitais⁷².

Por isso, a conhecida regra de divulgar ou abster-se de negociação (*disclose or abstain*) não se aplica inteiramente no direito brasileiro, pois não basta se abster de negociar para afastar o dever de divulgação de fato relevante⁷³.

⁶⁸ PAS CVM nº RJ 19957.005390/2017-90.

⁶⁹ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais IV: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 635.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 628.

⁷¹ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 865.

⁷² BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 859.

⁷³ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 168.

A redação do texto a ser divulgado sempre demandará algum tempo. Assim, “imediatamente” deve ser interpretado como tão logo quanto possível, considerando um tempo razoável para a elaboração do documento por meio do qual será dada publicidade ao fato relevante⁷⁴.

É importante que as informações sejam disponibilizadas em todos os meios exigidos por lei ao mesmo tempo, para que não haja negociações com informações privilegiadas por insiders. Em razão disso, a preferência é de que a divulgação do fato relevante seja realizada antes do início ou após o encerramento dos negócios da bolsa de valores e do mercado de balcão⁷⁵.

Embora o texto do artigo 5º da Resolução nº 44/2021 adote a expressão “sempre que possível”, cumpre ressaltar que a CVM já se manifestou no sentido de que a divulgação de fato relevante no decorrer do pregão é medida emergencial a ser utilizada excepcionalmente e necessita ser motivada⁷⁶.

Nesse caso excepcional, o Diretor de Relação com Investidores deve solicitar a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, para que não sejam criadas condições artificiais de mercado⁷⁷.

Caso a companhia se encontre listada em mercados de diferentes países, como é o caso das companhias que negociam *depository receipts*, a divulgação do fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro⁷⁸.

Pode ocorrer que, para atender a todos os requisitos de horários que precisam ser compatibilizados, não se consiga, dependendo da hora em que se decida divulgar o fato

⁷⁴ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 168.

⁷⁵ Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

⁷⁶ PAS CVM RJ 2008/9022.

⁷⁷ § 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores pode solicitar, sempre simultaneamente às entidades administradoras dos mercados, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.

⁷⁸ § 1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deve ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

relevante, conciliar todos os horários. Nesse sentido, em alguns casos a divulgação nos jornais tem acontecido posteriormente à divulgação à CVM e às bolsas. Não há nenhuma irregularidade nisso, notadamente pelo fato de que os jornais precisam receber com antecedência o anúncio para publicar no dia seguinte. Essa antecedência muitas vezes é incompatível com as demais providências necessárias⁷⁹.

Quando verificado o atraso na divulgação de informações, o Diretor da Relação com Investidores deve observar alguns parâmetros, de modo a comunicar (i) o atraso na divulgação; (ii) as razões que conduziram o atraso; e (iii) as medidas efetivas visando à solução do problema⁸⁰.

A divulgação intempestiva de fatos relevantes é atenuada quando há ausência de oscilação atípica.

3.2.2.2. Negócios não concluídos

Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação seja concreta, e não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos⁸¹.

Nas palavras do Diretor Pedro Marcílio, “fato concreto não é sinônimo de fato definitivo ou formalizado. A intenção de realizar uma oferta de compra de uma outra companhia é um fato concreto quando a administração da potencial ofertante tenha tomado a decisão de realizar a oferta, mesmo que essa decisão ainda não tenha sido formalizada em ata ou que a oferta ainda não tenha sido feita. Especulativo é todo fato que não passa de uma conjectura (seria especulativo, por exemplo, se essa mesma companhia apenas pudesse a ter a intenção de fazer uma oferta, depois de realizar estudos ainda não iniciados, que indiquem a aquisição como oportuna)”⁸².

Se o fato relevante ainda não puder ser considerado um fato consumado ou definitivo, é dever do Diretor de Relações com Investidores ponderar a probabilidade de conclusão do negócio e a sua relevância, podendo divulgar as informações inicialmente disponíveis.

⁷⁹ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, pp. 866-867.

⁸⁰ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 118.

⁸¹ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 141.

⁸² PAS CVM 2006/5928.

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.

Nos casos em que as informações vão sendo obtidas ou formadas aos poucos, por um conjunto de atos ou circunstâncias, cabe ao DRI promover a publicação progressiva de mais de um fato relevante, um a complementar o outro, na medida em que se sucedem as diferentes etapas do processo em curso, aptas a influenciar o comportamento dos investidores⁸³.

Divulga-se a intenção em vez da conclusão do negócio quando as partes ainda estão em período de negociação, e quando se verifica a ocorrência de oscilações atípicas no preço, no volume ou na cotação das ações da companhia.

No entanto, no momento mais inicial das negociações, a probabilidade da realização de um negócio pode ser objetivamente tão baixa, que não se justifica a sua divulgação, a não ser que a informação tenha fugido do controle da companhia, como será posteriormente explicado⁸⁴.

Nem sempre é fácil a conclusão sobre qual o momento em que uma informação passa a se referir como um fato relevante, principalmente em negociações longas e complexas, como as operações de aquisição de controle ou de reorganização societária.

A partir de alguns julgados dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, em operações de tais natureza, com base no juízo de probabilidade/magnitude do negócio, que leva em consideração: a probabilidade do acordo final, tendo em vista as negociações já ocorridas; a existência ou não de decisões dos órgãos de administração das companhias envolvidas; e o possível impacto da operação sobre os negócios das companhias envolvidas e sobre a cotação de suas ações⁸⁵.

Ou seja, se a probabilidade de a operação ser concluída é forte e trará impactos significativos sobre os negócios da companhia, afetando as cotações de seus valores mobiliários, pode-se entender que já existe uma informação relevante.

⁸³ PAS CVM n° RJ 2011/8224; PAS CVM n° RJ 2013/9990; PAS CVM n° RJ 2014/3814; PAS CVM n° RJ 09/2012.

⁸⁴ OCHMAN, Renato. **Atos societários relevantes: a companhia e os investidores**. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 89.

⁸⁵ EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 631.

3.2.3. Local de Divulgação

A regulamentação administrativa da CVM estabelece a forma a ser adotada para conferir publicidade às informações relevantes, determinando que sua divulgação ocorra mediante comunicado à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da autarquia na internet, e à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

Além da comunicação à CVM, a companhia deverá publicar o fato relevante nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente para esse fim ou valer-se da faculdade prevista na norma de publicar no portal.

A CVM admite a publicação do fato relevante nos jornais de forma resumida, desde que seja indicado no anúncio que a informação completa, disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM, está no site da companhia.

As companhias abertas devem possuir uma política de divulgação de fato relevante, que contemple os canais de divulgação a serem utilizados para disseminar informações⁸⁶, como jornais de grande circulação ou portal de notícias com página na internet gratuitamente acessível⁸⁷.

Não há exigência de que a publicação da informação relevante seja feita com a colocação de um título específico no documento, tal como “fato relevante”⁸⁸, muito embora seja útil e recomendável para a boa comunicação com os investidores e o mercado que haja um indicativo da importância da informação divulgada⁸⁹.

Por último, cabe à CVM analisar o fato publicado e, porventura, determinar a correção, alteração ou nova publicação da informação que deu causa ao fato relevante⁹⁰.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ § 4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação:

I – jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou

II – pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

⁸⁸ Como ocorre na divulgação das demonstrações financeiras ou de atas de reunião de órgãos da administração em que haja deliberação que se caracterize como ato ou fato relevante.

⁸⁹ OCHMAN, Renato. **Atos societários relevantes: a companhia e os investidores**. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 93.

⁹⁰ § 6º A CVM pode determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante.

O envio deste ofício para prestação de esclarecimentos costuma ser precedido por uma oscilação atípica na cotação, preço ou volume dos valores mobiliários da companhia, ou por um vazamento de informação, sendo o DRI convocado a divulgar, complementar, confirmar, ou negar uma informação na forma de fato relevante. A resposta aos esclarecimentos solicitados, contudo, se dá na forma de comunicado ao mercado, do tipo “Esclarecimentos sobre questionamentos da CVM/B3”, conforme o Manual de Envio de Informações Periódicas e Eventuais da CVM⁹¹.

Insta salientar que há outras formas de a companhia aberta prestar esclarecimentos ao mercado e aos seus investidores, como é o caso do “Comunicado ao Mercado” e do “Aviso aos Acionistas”. Estas categorias, que não exigem uma formalidade específica, foram criadas para divulgação de informações não caracterizadas como ato ou fato relevante, mas que a companhia entenda como úteis aos acionistas e ao mercado⁹².

Apesar destes documentos informacionais também serem destinados ao mercado e aos investidores, a CVM entende que a divulgação da informação relevante através de Comunicado ao Mercado não exime o dever do Diretor da Relação com Investidores de divulgar a mesma informação como fato relevante⁹³.

Isso porque a divulgação através de fato relevante é mais ampla e mais abrangente do que a realizada por intermédio de comunicado ao mercado, por utilizar-se de diferentes meios de comunicação, o que possibilita e facilita o acesso de um número maior de interessados, cumprindo, desta forma, os objetivos do *full and fair disclosure*⁹⁴.

A ampla cobertura jornalística de eventos evita que a utilização do meio inadequado de divulgação provoque desinformação ao mercado, uma vez que as informações são imediatamente divulgadas de forma maciça pelos diferentes meios de comunicação⁹⁵.

⁹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Manual de Envio de Informações Periódicas e Eventuais, atualizado em outubro de 2020. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/companhias/Manual-Sistema-de-Envio-de-Informacoes-Periodicas-e-Eventuais.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2024. p. 6.

⁹² OCHMAN, Renato. **Atos societários relevantes: a companhia e os investidores**. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 92.

⁹³ PAS CVM nº. RJ 2014/2314; PAS CVM nº RJ 2017/3579.

⁹⁴ Voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS CVM nº RJ2014/2314, relator Diretor Gustavo Tavares Borba, julgado em 27.10.2015.

⁹⁵ PAS CVM nº RJ 2015/12595.

3.2.4. Modo de Divulgação e *Over Disclosure*

Em linha com a orientação doutrinária, a Resolução CVM nº 44/2021 estabelece que as informações e documentos fornecidos aos acionistas devem ser claros e precisos, e redigidos em linguagem acessível ao público investidor⁹⁶.

Em complementação, a Resolução CVM nº 80/2022 estabelece que o emissor de valores mobiliários deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro⁹⁷.

Recomenda-se que a companhia, se os fizer, seja parcimoniosa nos juízos que apresente em seus fatos relevantes. Embora não se lhe proíba emitir opinião, se as tiver, não convém que seja excessivamente otimista em suas manifestações, devendo mesmo apresentar objetivamente a informação⁹⁸.

O elemento da objetividade na divulgação distingue os fatos relevantes de interpretações, opiniões, projeções e estimativas. Assim, por mais que as companhias abertas sejam tentadas a atrair investimentos, é dever da fonte detentora da informação divulgá-la com objetividade⁹⁹.

Deve-se considerar que o público-alvo dos fatos relevantes é bastante amplo, compreendendo acionistas, investidores, empregados, credores, governo, administradores e o público em geral. Essa diversidade do público-alvo que possui interesses distintos em relação à divulgação de informações, bem como, diferentes níveis de entendimentos, impõem a dificuldade de com um único padrão de divulgação de informações atender as expectativas de todo o público alvo.

Assim, há um entendimento de que o “público investidor” mencionado pela Resolução seria um “usuário-padrão”, que consiste em um leitor bem-informado, interessado em ler cuidadosamente relatórios e pareceres referentes à companhia, capaz de selecionar informações e tomar decisões adequadas.

⁹⁶ § 5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no § 8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

⁹⁷ Art. 15. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

⁹⁸ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 867.

⁹⁹ SABOYA FILHO, Hélio. Informações, Fake News e Mercado. In: **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano - Vol. 1**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 555.

Não seria razoável exigir das companhias explicações de cada aspecto técnico, considerando que os destinatários das informações são investidores do mercado, que têm - ou deveriam ter - algum conhecimento sobre o mercado de capitais¹⁰⁰.

No PAS CVM nº RJ2006/4776, o relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa explica que a informação é completa quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do seu impacto sobre a cotação ou as decisões de investimento relativas aos valores mobiliários da companhia, não sendo considerada completa a informação que possa induzir os investidores a erro¹⁰¹.

No entanto, o simples aumento da quantidade de informação disponível não guarda relação direta com os benefícios dos investidores. Isso porque a função da informação apenas é atendida quando o destinatário consegue extrair o conteúdo que o transmissor desejava divulgar¹⁰².

A prestação de informações, por si só, não pode ser cultuada como dogma inconteste e remédio suficiente para curar a assimetria informacional entre os agentes do mercado e todos os demais males intentados contra os investidores¹⁰³.

O detalhamento das informações divulgadas deve ser apreciado considerando o próprio conceito de fato relevante. Por exemplo, uma operação de incorporação pode envolver centenas de documentos, e nem todas as informações devem ser divulgadas, uma vez que a divulgação com detalhamento excessivo pode tirar o foco dos aspectos essenciais¹⁰⁴.

Não é atrativa a divulgação massificada e em grande quantidade de informações ao mercado, formado em boa parte por agentes com muito menor conhecimento a respeito das inúmeras questões jurídicas, financeiras, comerciais, contábeis etc., que são apresentadas nos formulários e em outros documentos disponibilizados.

A divulgação excessiva pode levar a um fenômeno conhecido como “over disclosure”, de forma que os tomadores de decisão, especialmente os investidores comuns, podem ter dificuldade em processar e interpretar a grande quantidade de dados disponíveis. Isso pode

¹⁰⁰ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 175.

¹⁰¹ Voto do Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no PAS CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.01.2007.

¹⁰² MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 2.

¹⁰³ MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 4.

¹⁰⁴ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 174.

resultar em decisões de investimento inferiores, já que a complexidade das informações pode ofuscar a clareza necessária para uma avaliação adequada¹⁰⁵.

Investidores menos sofisticados possuem uma racionalidade limitada e tendem a economizar esforço cognitivo em seu processo decisório quando se encontram diante de um grande volume de informações, adotando estratégias decisórias mais simples do que aquelas que adotariam caso tivessem menos informações à sua disposição¹⁰⁶.

Não se trata de classificar o investidor comum, não qualificado¹⁰⁷, como vulnerável, mas compreender que a forma massificada de divulgação de informações não possui os investidores comuns como destinatários principais.

É evidente que os investidores qualificados e profissionais do mercado possuem capacidade computacional de informações mais elevada, mas nem por isso estão imunes aos efeitos dos excessos de informação e da limitação cognitiva¹⁰⁸.

Além disso, o *over disclosure* pode resultar em uma percepção negativa do mercado, caso os investidores sintam que a companhia está tentando esconder informações importantes em meio a um excesso de dados¹⁰⁹.

Consequentemente, o resultado do acesso a um maior número de informações, pode levar a uma decisão qualitativamente inferior do que aquela que seria tomada caso menos informações estivessem disponíveis.

Mais do que isso, a apresentação da informação deixou de ter única e exclusiva finalidade de bem informar o público investidor, para também proteger a entidade emitente, seus administradores e controladores e os agentes de intermediação de eventual responsabilização¹¹⁰.

A redação excessivamente abrangente da Resolução CVM n. 44/2021, ao enunciar exemplos de atos ou fatos “potencialmente relevantes”, tem levado as companhias abertas a divulgarem como “fatos relevantes” matérias que não são capazes de provocar maiores

¹⁰⁵ MANNE, Geoffrey A. The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure. **Alaba Law Review**, vol. 58, 2007, n. 3, p. 36.

¹⁰⁶ EDWARDS, Matthew A. Empirical and Behavioral Critiques of Mandatory Disclosure: Socio-Economics and the Quest for Truth in Lending. **Cornell Journal of Law and Public Policy**: Vol. 14: Iss. 2, Article 2, p. 221.

¹⁰⁷ Art. 109 da IN CVM 409.

¹⁰⁸ PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 149.

¹⁰⁹ LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The Economic Consequences of Increased Disclosure. **Journal of Accounting Research**, 2000, Vol. 38, p. 93.

¹¹⁰ MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 4.

impactos na cotação de suas ações, pelo temor de sofrerem processos sancionadores caso não o façam¹¹¹.

Com a retirada da escolha entre divulgar ou não informações, há um aumento de informações que não contribuem efetivamente para a avaliação da saúde das companhias¹¹². O excedente de informações pode ser tão ou mais prejudicial do que a própria falta de informação, porque a falta absoluta de informação é facilmente identificável, enquanto o excesso de informação – ainda não punível – depende de leitura mínima e estabelecimento de critérios, por mínimos que sejam¹¹³.

O antídoto contra o excesso de informações deve ser criteriosa análise sobre a qualidade, forma e apresentação atual das informações como solução para o desenvolvimento do mercado de capitais.

A manutenção de um modelo em que as informações estejam disponíveis em quantidade adequada, mas não sejam de acesso e compreensão fáceis pelo investidor médio resultará em séria barreira ao crescimento do mercado pela via de capitalização.

4. EXCEÇÃO AO DEVER DE DIVULGAR

4.1. MANUTENÇÃO EM SIGILO

O parágrafo primeiro do artigo 155 da LSA, que trata do dever de lealdade dos administradores, estabelece que estes devem guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influenciar, de modo ponderável, na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários¹¹⁴.

Reconhece a lei acionária que o dever de informação não é irrestrito e deve ser compatibilizado com outros deveres, notadamente o de sigilo, pois, em certas condições, a

¹¹¹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 50.

¹¹² MANNE, Geoffrey A. The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure. **Alaba Law Review**, vol. 58, 2007, n. 3, p. 36.

¹¹³ MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 4.

¹¹⁴ § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários

divulgação de determinados fatos relevantes poderia acabar por prejudicar a própria companhia¹¹⁵.

Para que seja cabível a exceção à imediata divulgação, deve existir um legítimo propósito empresarial na manutenção do sigilo, não se enquadrando no conceito a ausência de divulgação em decorrência do potencial impacto negativo no preço das ações da companhia¹¹⁶.

É importante sublinhar o óbvio, essa hipótese excepcional não diminui, e nem poderia diminuir, a importância da regra geral, que continua sendo a ampla divulgação das informações ao mercado¹¹⁷.

Não pode ser oposto o dever de sigilo à ato ou fato de natureza relevante que já tenha se definido materialmente, ou como negócio jurídico perfeito e acabado¹¹⁸.

Também não poderá invocar sigilo na hipótese de alteração do estado da companhia, como o de pré-insolvência, de que resultarão iminentes pedidos de recuperação judicial ou a ameaça de requerimento de falência¹¹⁹.

No âmbito externo, o sigilo não pode ser invocado para impedir o acesso de autoridades, no exercício de suas competências legais, à informação¹²⁰.

Os administradores poderão deixar de divulgar informações se entenderem que sua revelação trará risco a interesse legítimo da companhia, conforme autoriza o inciso 5º, do artigo 157, da Lei das Sociedades Anônimas¹²¹, e o artigo 6º da Resolução CVM nº 44/2021¹²².

A arguição de sigilo somente poderá ser considerada legítima nos casos de possibilidade de interferência dos concorrentes ou de tomada de posição ofensiva ou defensiva dos competidores, antes que o fato empresarial se concretizasse¹²³.

¹¹⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 177.

¹¹⁶ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais V: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 188.

¹¹⁷ FILHO, Calixto Salomão. O novo direito societário. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2019, p. 284.

¹¹⁸ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, pp. 887-888.

¹¹⁹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 888.

¹²⁰ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 39.

¹²¹ § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

¹²² Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

¹²³ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 887.

Ainda, importante ressaltar que a referida exceção à regra de divulgação pode ser desfeita caso seja contrária ao interesse público em geral. Conforme faculta o artigo 7º da Resolução CVM nº 44/2021, a pedido dos administradores, acionistas, ou através de iniciativa própria, a CVM pode determinar que a informação mantida em sigilo seja divulgada pela companhia¹²⁴.

Caso o administrador, detendo informação privilegiada, não a divulgar, por entender que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia, também não poderá utilizá-la para negociar com valores mobiliários de sua emissão.

Além disso, o administrador possui um dever adicional de impedir que a informação seja utilizada por seus subordinados ou terceiros de sua confiança, sob pena de ser responsabilizado por omissão¹²⁵.

O descumprimento destas regras implica na responsabilização civil do infrator pelos danos causados¹²⁶. Como regra geral, essa possibilidade exige a verificação dos pressupostos da responsabilidade civil, a saber: conduta ilícita, existência de dano ou prejuízo e nexo de causalidade.

Assim, se a divulgação de uma informação preliminar que deveria ser pública, de acordo com as regras de divulgação de informação, pode impedir a conclusão de um negócio, a companhia poderá, legitimamente, deixar de divulgar a informação

Em tais hipóteses, podem os administradores, ou qualquer acionista da companhia, informar à CVM, através da Superintendência de Relações com Empresas, solicitando-lhe sigilo e requerendo-lhe a dispensa da divulgação, dada a natureza das informações confidenciais¹²⁷.

¹²⁴ Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6º.

¹²⁵ Art. 155 [...] § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

¹²⁶ § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

¹²⁷ Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6º.

§ 1º O requerimento de que trata o caput deve ser dirigido à Superintendência de Relações com Empresas – SEP por meio de:

I – correspondência eletrônica destinada ao endereço institucional da SEP em que conste como assunto “pedido de confidencialidade”; ou

II – envelope lacrado, no qual deve constar, em destaque, a palavra "confidencial".

No entanto, pode a CVM decidir pela prestação das informações que a companhia solicitou sigilo, hipótese em que o Diretor de Relações com Investidores, deverá realizar a divulgação¹²⁸, na forma prevista em lei.

4.2. VAZAMENTO DE INFORMAÇÃO E OSCILAÇÃO ATÍPICA

Insta salientar que, uma vez permitida a guarda de sigilo da informação pela CVM, a exceção à divulgação não é absoluta, devendo o fato relevante ser divulgado no caso da informação escapar do controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia.¹²⁹

Uma informação escapa do controle da companhia quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado. Nesta hipótese, o Diretor da Relação com Investidores deve ser proativo, competindo-lhe pronunciar-se imediatamente sobre o assunto, confirmando ou desmentindo o que, até então, não passa de simples boato ou trazendo a público fato que pode justificar a oscilação na cotação ou nos volumes negociados.

Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento, a fim de colocar todos os participantes no mesmo nível e evitar a negociação de valores mobiliários com informação privilegiada¹³⁰. Isso porque, embora não se saiba ao certo, presume-se que os investidores possam conhecer a negociação¹³¹, mesmo que se trate apenas de tratativas a respeito de uma operação incerta¹³².

Não seria razoável exigir que o DRI de uma companhia com grande exposição midiática conheça e analise todas as notícias que são veiculadas a respeito da companhia. Nesse contexto, o Diretor da Relação com Investidores pode se eximir da responsabilidade mediante a demonstração de que a companhia possuía controles razoáveis para monitorar o mercado que,

¹²⁸ § 2º Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, o interessado, ou o Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, deve comunicar, imediatamente, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgar na forma do art. 3º desta Resolução.

¹²⁹ Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

¹³⁰ OCHMAN, Renato. **Atos societários relevantes: a companhia e os investidores**. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 91.

¹³¹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 883.

¹³² EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 631.

todavia, não identificaram um pequeno vazamento, que pode passar despercebido mesmo por um diretor diligente¹³³.

Em relação à imediata divulgação em casos de oscilação atípica, é dever do DRI monitorar constantemente o mercado e, sempre que houver oscilação na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários, deve avaliar se a oscilação pode ser fruto do conhecimento, por algumas pessoas, da informação não divulgada¹³⁴.

É atípica a oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante não divulgado¹³⁵. A avaliação das características dos valores mobiliários de emissão da companhia, como liquidez e dispersão, incluindo um levantamento histórico de suas oscilações no mercado, podem ajudar o DRI a identificar se a oscilação é típica ou atípica¹³⁶.

O ônus de comprovar a falta de ligação entre a informação não revelada e a oscilação atípica é do Diretor de Relação com Investidores e não da CVM ou do investidor prejudicado, conforme o caso. Se o Diretor de Relação com Investidores não puder afirmar, a partir de fatos concretos, que a oscilação não se deve a elementos outros que não o conhecimento por alguns da informação não divulgada, o fato relevante deve ser divulgado¹³⁷.

5. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

5.1. INSIDER TRADING

A divulgação mais ampla dos fatos relevantes constitui uma grande arma repressiva aos ilícitos no mercado de capitais, mais especificamente ao uso indevido de informação privilegiada ou *insider trading*, que, nas palavras de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “constitui o câncer da atividade bursátil, o grande inimigo do investidor comum, vítima indefesa, muitas vezes, dos gestores das próprias companhias de que são sócios”¹³⁸.

A suspeita da atuação de pessoas que sabem mais do que as outras, em determinado mercado, é algo que pode abalar a confiança dos investidores e dos demais participantes do

¹³³ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais IV: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 642.

¹³⁴ Voto do diretor Pedro Marcilio no PAS RJ2006/5928.

¹³⁵ PAS CVM nº RJ 2014/3402.

¹³⁶ Voto do diretor Pedro Marcilio no PAS RJ2006/5928.

¹³⁷ OCHMAN, Renato. **Atos societários relevantes: a companhia e os investidores**. São Paulo: Imprensa Régia, 2013, p. 91.

¹³⁸ O Dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle", in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A lei das S.A, pareceres, Renovar, 2. ed., v. 2, p. 382.

mercado. Sem confiança, o mercado tende a sucumbir. Investidores não se dispõem a pagar o mesmo que pagariam, normalmente, para compras as ações, por acreditarem que sabem menos do que outros investidores¹³⁹.

A negociação com uso indevido de informação privilegiada, assim, seria capaz de ferir o regular funcionamento do mercado de capitais, tendo o potencial de obstruir o seu desenvolvimento, ao afastar investidores presentes e potenciais.

Com o advento da Lei das Sociedades Anônimas, a prática do *insider trading* foi delineada como uma infração ao dever de lealdade e ao dever de informar dos administradores da companhia, das pessoas subordinadas aos administradores, dos terceiros de confiança e dos acionistas controladores.

Objetivando seguir a tendência internacional de ampliação das pessoas a serem responsabilizadas pela conduta de *insider trading*, foi publicada a Instrução CVM nº 8/1979, que estendeu a vedação de uso de informações privilegiadas aos “intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários”.

É comum que profissionais como banqueiros de investimentos, advogados e consultores, no curso da prestação de seus serviços, precisem conhecer informações reservadas da companhia. Portanto, não os incluir no âmbito de aplicação da regra de vedação à negociação com informação privilegiada resultaria em uma tolerância infundada e prejudicial ao bom funcionamento do mercado.

Além destas alterações, a Lei do Mercado de Capitais criou o art. 27-D, por meio do qual foi estabelecida a tipificação do delito de *insider trading*, que passou a ser punido criminalmente, além das esferas cível e administrativa.

A possibilidade de tripla punição da conduta decorre do seu alto grau de reprovabilidade. O uso indevido de informação privilegiada, não afeta apenas os investidores diretamente relacionados, mas o próprio mercado de capitais e, por consequência, a economia do país. A confiança na ética, na equidade e na livre concorrência, é o bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos no mercado de capitais.

Assim, diante de toda a evolução legislativa, a atual redação do art. 155, §4º, da Lei das Sociedades Anônimas define o delito do *insider trading* como “a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

¹³⁹ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 634.

Assim agindo, os *insiders* transacionam com valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.

5.2. ELEMENTOS

Da definição trazida pela LSA, extrai-se os três requisitos necessários para a configuração da prática do insider trading: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (ii) o acesso a essa informação privilegiada; e (iii) a intenção de negociar tirando proveito de tal informação¹⁴⁰.

5.2.1. Existência de informação privilegiada

Entende-se como privilegiada a informação que: (a) tem um caráter razoavelmente preciso, isto é, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando um mínimo de materialidade e objetividade, ou seja, consistência mínima capaz de permitir sua utilização por um investidor médio; (b) não está disponível para o público, encontrando-se reservada a um círculo restrito de pessoas; (c) é *price-sensitive*, isto é, poderia, caso fosse divulgada, influenciar o preço dos valores mobiliários no mercado; (d) é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores¹⁴¹.

5.2.2. Posse da informação

O acesso à informação privilegiada pode se dar tanto por aqueles que, em virtude do cargo ou posição, tenham acesso à informação privilegiada, como também qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada.

Os *insiders* primários ou institucionais são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração ou profissão, que lhes permite o acesso direto a uma informação privilegiada.

São pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber se tal informação é relevante. Assim, há uma presunção relativa de que, tendo em vista a posição que ocupam na companhia, eles detêm a

¹⁴⁰ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 25.

¹⁴¹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 716.

informação relevante, por essa razão, a eventual negociação com papéis de emissão da companhia é irregular¹⁴².

Todavia, essa presunção pode ser elidida com prova em contrário, produzida antes ou depois da negociação, mas será sempre ônus do agente que teve acesso à informação através da companhia provar que não utilizou tal informação ao negociar no mercado¹⁴³.

A própria Resolução CVM nº 44/2021 indica a possibilidade dessa prova previamente constituída, ao admitir que a presunção seja afastada pela existência de uma política de negociação aprovada com antecedência à negociação¹⁴⁴, com a formalização dos termos das negociações futuras e suas datas de execução.

Mesmo quando inexistir política de negociação ou outro mecanismo de prévia produção de prova, será possível elidir a presunção regulamentar por prova posteriormente realizada, que demonstre que a operação realizada não decorreu do acesso a informações não divulgadas ao mercado¹⁴⁵.

Por sua vez, os *insiders* secundários ou *tippees* são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos *insiders* primários e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.

Tais *insiders* não têm qualquer relação fiduciária com os acionistas da companhia, no entanto, uma vez sabendo que detêm informação privilegiada, a lei os proíbe de negociar com tais informações, em razão da necessidade de proteção do mercado¹⁴⁶.

Assim, será sempre necessária a produção de provas para a comprovação que o *insider* secundário tinha conhecimento dos fatos não revelados ao mercado.

¹⁴² § 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que: [...] II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada; III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso a informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada; IV – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento;

¹⁴³ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2021, p. 459.

¹⁴⁴ Art. 16. Todo aquele que tem relação com uma companhia aberta que lhe torne potencialmente sujeito às presunções de que trata o § 1º do art. 13 pode formalizar plano individual de investimento ou desinvestimento regulando suas negociações com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados, com o objetivo de afastar a aplicabilidade daquelas presunções.

¹⁴⁵ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2021, p. 469.

¹⁴⁶ PASCHOALINI, Ana Paula. Utilização de Informação Privilegiada: Insider Trading. **Revista de Direito Empresarial**, v.2, n.4, jul./ago. 2014, p. 171.

De acordo com a CVM, em razão do princípio do livre convencimento motivado do juiz, o julgador tem liberdade para decidir da forma que lhe pareça mais adequada à luz das provas e argumentos trazidos aos autos no processo administrativo sancionador, inclusive utilizando-se de prova indiciária.

Demonstrar laços familiares ou de amizade entre o agente e *insiders* primários, ou o fato do agente ser “pessoa com amplos relacionamentos no mercado” por si só não basta para uma condenação, mas trata-se de um indício recorrentemente utilizado¹⁴⁷.

A CVM entende que o histórico de negociação dos *insiders* secundários é um meio de prova importante, que pode ser capaz de indicar se a negociação realizada seria altamente esperada ou parte de uma estratégia de investimento previamente elaborada¹⁴⁸.

É comum que a autarquia investigue se o agente já era investidor frequente na bolsa antes da realização da negociação suspeita, se negociou de forma relevante com outros ativos na mesma época e se já havia negociado com o papel em questão em outras oportunidades¹⁴⁹. O comportamento extraordinariamente atípico do investidor é forte indício a respeito do acesso à informação privilegiada e do uso na negociação com ações¹⁵⁰.

5.2.3. Objetivo de obter vantagem indevida

Em relação ao último requisito, Nelson Eizirik afirma que o agente necessariamente deve ter utilizado informações privilegiadas com a finalidade específica de auferir vantagem para si ou para outrem¹⁵¹.

Assim, na ausência do elemento subjetivo de utilização da informação com o intuito de auferir vantagem para si ou para terceiros, não estará caracterizada a conduta típica descrita no ordenamento jurídico, razão pela qual não tem cabimento a imposição de sanções.

A obtenção de lucro não é um requisito necessário para caracterizar o ilícito, mas pode representar importante indicação. Não se nega a possibilidade de ocorrência de um lucro estupendo por sorte ou em razão de legítimos estudos e análises econômicas, mas quando o

¹⁴⁷ Neste sentido, vide PAS CVM 2011/2789, j. 28.08.2012, PAS CVM 2011/3665, j. 03.04.2012, PAS CVM 11/09, j. 03.04.2012 e PAS CVM 13/00, j. 17.04.2002.

¹⁴⁸ Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2017/1858, Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 03.03.2020.

¹⁴⁹ Neste sentido, vide PAS CVM 11/08, j. 21.08.2012.

¹⁵⁰ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais VI: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 49.

¹⁵¹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 631.

lucro anormal ocorre reiteradamente em conjunto com outros fatores, pode representar um forte indício da prática de *insider trading*¹⁵².

Isso porque o resultado do ilícito de *insider trading* não é o que verdadeiramente importa para abalar a confiabilidade do mercado, batendo a participação de investidores com informações privilegiadas e relevantes, para que surja a desconfiança no mercado¹⁵³.

Aquele que utilizou, em negociação no mercado de valores mobiliários, informação privilegiada, capaz de propiciar vantagem indevida, agiu em posição mais favorável em relação aos demais participantes do mercado, que não detinham da informação. Isso é o que configura o crime, e não o resultado materializado com a operação.

5.3. RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA

A violação do dever de informar poderá acarretar a aplicação de penalidades pela CVM, à qual o art. 9º, V, da Lei do Mercado de Capitais¹⁵⁴ atribui poderes para apurar atos ilegais e práticas não equitativas dos participantes do mercado.

Na esfera administrativa, a divulgação de informação com falhas é considerada infração grave. Assim, mediante a instauração de processo administrativo, a CVM pode aplicar as penalidades previstas no art. 11 da Lei do Mercado de Capitais¹⁵⁵, que incluem advertência, multa, suspensão ou inabilitação temporária e proibição de praticar determinadas operações.

Assim, na esfera administrativa não há a punição apenas do uso indevido da informação privilegiada, mas da ausência de divulgação ou da divulgação com falhas como um todo.

¹⁵² Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2017/1858, Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 03.03.2020.

¹⁵³ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 637.

¹⁵⁴ 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.

¹⁵⁵ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

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

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei

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

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

A competência da CVM limita-se à aplicação destas penalidades, de forma que a autarquia não possui poderes para determinar e dimensionar a indenização dos prejuízos causados, o que deve ser pleiteado na esfera cível.

De toda forma, a atividade punitiva da CVM tem função de penalizar aquele que pratica ilícitos no mercado de valores mobiliários, e não de ressarcir prejuízos causados aos investidores individuais e ao mercado em geral. O montante do dano nem mesmo é um critério para determinar o valor da eventual multa a ser aplicada. As quantias arrecadadas também não são destinadas aos eventuais prejudicados ou alocadas para aparelhar melhor o regulador no aperfeiçoamento da regulação. O valor das multas vai para o Tesouro Nacional e não é usado como base para a dotação orçamentária da autarquia¹⁵⁶.

5.4. RESPONSABILIDADE PENAL

Sem prejuízo das sanções administrativas, o *insider trading* encontra-se tipificado como crime no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais)¹⁵⁷, que estabelece que é crime utilizar informações relevantes, ainda não divulgadas ao público, para realizar operações no mercado financeiro, seja para lucro próprio ou de terceiros.

A punição para o *insider trading* é estabelecida através de pena de reclusão de 1 a 5 anos, com a privação da liberdade do infrator, e de multa, que pode ser proporcional ao valor do prejuízo causado no mercado ou ao lucro obtido com a prática ilegal.

A sanção criminal visa punir mais severamente aqueles que tentam se aproveitar de informações não públicas para obter benefícios financeiros, contribuindo para a preservação da confiança e da justiça no mercado de capitais.

5.5. RESPONSABILIDADE CIVIL

Se a falha informacional ou o *insider trading* gerar danos a terceiros, surge o dever de indenizá-los pelo regime jurídico da responsabilidade civil. A regra fundamental sobre

¹⁵⁶ PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores, set. 2016. [Working Paper]. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em: 29 set. 2024, p. 38.

¹⁵⁷ Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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

responsabilidade civil está no Código Civil, no seu artigo 927, que prevê responsabilidade por ato ilícito. Por essa norma, aquele que por negligência ou imprudência violar direito de terceiros, causando danos, é obrigado a repará-los.

Por força da responsabilidade civil, os *insiders*, primários ou secundários, deverão ressarcir todos aqueles afetados pelo ilícito perpetrado, por força do art. 155, § 3º, da LSA¹⁵⁸. Optou o legislador pela exclusividade da solução ressarcitória, sem cogitar a possibilidade de anulação do ato, para garantir o atendimento dos interesses daqueles que foram prejudicados, sem abalar a segurança e a estabilidade do mercado¹⁵⁹.

Importante instrumento para garantia da efetivação da reparação civil é a ação pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, prevista na Lei nº 7.913/89, que atribuiu ao Ministério Público legitimidade ativa para o ajuizamento da referida ação, de ofício ou por solicitação da CVM¹⁶⁰.

Nos termos do art. 2.º da Lei 7.913/1989¹⁶¹, os valores da indenização objeto de eventual condenação deverão ser revertidos aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. Para tanto, cada investidor terá que habilitar o seu crédito no processo. Esse direito decai em dois anos. Se não houver habilitação de investidores e sobre valores pagos a título de indenização, a quantia que sobrou será recolhida ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos.

Dado seu caráter difuso¹⁶², os interesses dos investidores são tutelados, especialmente, pela via coletiva, uma vez que o abuso de informação ocorre em um mercado anônimo e massificado, fato que dificulta a individualização dos lesados¹⁶³.

No entanto, a tutela coletiva não prejudica a possibilidade de tutela no âmbito individual, para a reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada.

¹⁵⁸ Art. 155 [...] § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

¹⁵⁹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 29.

¹⁶⁰ Art. 1, II e III.

¹⁶¹ Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. § 2º Decairá do direito à habilitação o investidor que não o exercer no prazo de dois anos, contado da data da publicação do edital a que alude o parágrafo anterior, devendo a quantia correspondente ser recolhida ao Fundo a que se refere o art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985.

¹⁶² Interesses indivisíveis, que transcendem o individual e cujos titulares são pessoas indeterminadas, mas unidas por uma circunstância de fato.

¹⁶³ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 30.

A LSA, quando trata da responsabilização dos administradores para pleitear danos individuais, reconhece expressamente o direito do acionista de ajuizar ação em nome próprio¹⁶⁴.

Os investidores devem buscar, juntamente com a atuação investigativa-sancionadora da CVM, a responsabilização individual daqueles realmente responsáveis pelas falhas informacionais, como os administradores, especialmente o Diretor de Relação com Investidores, ou acionistas controladores¹⁶⁵.

A responsabilidade civil pelos prejuízos decorrentes da violação do dever de divulgar pode ser imposta, em tese, tanto à companhia quanto aos administrados, ou, ainda, a ambos¹⁶⁶.

A atribuição de responsabilidade à companhia apresenta alguns problemas identificados pela doutrina e pela própria CVM, uma vez que “penalizar a companhia é, em última instância, onerar os seus acionistas por falhas que, materialmente, prejudicam a base acionária e, genericamente, o público investidor”¹⁶⁷.

Considerando que o dever de informar tem por finalidade proteger os investidores, não seria razoável esses mesmos investidores arcarem com a indenização, uma vez que quando a companhia arca com a indenização, esta reduz o seu patrimônio em prejuízo aos acionistas¹⁶⁸.

Nesta hipótese, as companhias demandadas apresentariam elevada deterioração de sua rentabilidade e desempenho, bem como redução da eficiência operacional, sem um correspondente ressarcimento de danos aos acionistas - e tampouco punição efetiva dos responsáveis¹⁶⁹.

Atribuir a responsabilidade pela indenização aos administradores soluciona os problemas específicos do pagamento pela companhia, mas neste caso a tutela dos investidores pode ser considerada reduzida, pois o patrimônio destes pode ser inferior ao da companhia¹⁷⁰.

Os casos de *insider trading* raramente chegam ao Poder Judiciário brasileiro e, quando chegam, nem sempre recebem tratamento adequado ou uniforme. As questões de direito

¹⁶⁴ Art. 159, § 7.º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

¹⁶⁵ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barreto de. A Responsabilização Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 298.

¹⁶⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

¹⁶⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM 16/2013. Dir. Rel. Henrique Machado. j. 23.09.2019.

¹⁶⁸ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 197.

¹⁶⁹ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barreto de. A Responsabilização Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 286.

¹⁷⁰ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 198.

econômico e de mercado de capitais são relativamente novas no Brasil e há um despreparo do Judiciário em lidar com elas, seja pelas peculiaridades do assunto ou pelas particularidades da legislação e da regulamentação que impedem que os juízes acompanhem a dinâmica das questões empresariais¹⁷¹.

Além disso, o ônus da prova recai sobre o autor da ação, tornando bastante difícil para o investidor comprovar a culpa e o dano. O ônus da prova cabe a quem alega. Como inexistente qualquer mecanismo de obtenção de informação e a assimetria informacional é muito grande nesse mercado, muitas vezes o investidor tem de produzir uma prova impossível. Além das dificuldades de definição dos elementos da responsabilidade civil, em princípio, o ônus de demonstrar a conduta dolosa ou culposa, o dano e o nexo de causalidade ficam a cargo do autor da ação¹⁷².

6. CONCLUSÕES

Baseado na premissa do *full disclosure*, o dever de divulgar fato relevante busca garantir que todos os fatos que possam influenciar a decisão de investimento sejam disponibilizados, promovendo um ambiente de confiança e integridade no mercado de capitais.

Sem dúvidas, ampliar proibições ou estender a interpretação do significado de fato relevante é uma alternativa possível, mas claramente insuficiente em uma realidade de informações estruturalmente assimétricas.

O dever de divulgar informações relevantes não se limita apenas à quantidade de dados apresentados, mas abrange a qualidade e a relevância dessas informações para os investidores e o mercado em geral.

O fenômeno do *over disclosure* pode gerar um efeito adverso, onde a excessiva quantidade de informações sobrecarrega os investidores, levando à desinformação e à apatia em relação às divulgações. Isso evidencia a necessidade de um equilíbrio cuidadoso entre a quantidade e a qualidade das informações divulgadas. As companhias devem adotar práticas de comunicação que não apenas atendam às exigências legais, mas que também considerem a capacidade dos investidores de processar e interpretar as informações.

¹⁷¹ PASCHOALINI, Ana Paula. Utilização de Informação Privilegiada: Insider Trading. **Revista de Direito Empresarial**, v.2, n.4, jul./ago. 2014, p. 185.

¹⁷² PRADO, Viviane Muller. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**, set. 2016. [Working Paper]. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em: 29 set. 2024, p. 35.

Portanto, é fundamental que as companhias desenvolvam estratégias de *disclosure* que priorizem a clareza e a acessibilidade das informações, facilitando a tomada de decisão dos investidores.

7. REFERÊNCIAS

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

BARBOSA, Marcelo. Algumas Notas Sobre Insider Trading. In: **Lei das S.A. em seus 40 anos**. São Paulo: Forense, 2017.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 out. 2023.

BRASIL, Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos 197, de 24 de junho de 1976. Diário do Congresso Nacional. Brasília: 10.08.1976.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Volume III - Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Manual de Envio de Informações Periódicas e Eventuais, atualizado em outubro de 2020. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/companhias/Manual-Sistema-de-Envio-de-Informacoes-Periodicas-e-Eventuais.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2006/4776, Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17 jan. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2006/5928, Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17 abr. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2008/9022, Relator Diretor Eli Loria, julgado em 9 fev. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2012/14871, Relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 26 nov. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2011/8224, Relator Diretor Otavio Yazbek, julgado em 3 dez. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2013/9990, Relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 25 fev. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 9206/2014, Relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 21 out. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 09/2012, Relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 25 nov. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2013/10909, Relatora Diretora Luciana Dias, julgado em 18 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2014/2314, Relator Diretor Gustavo Tavares Borba, julgado em 27 out. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ n. 2015/12595, Relator Diretor Gustavo Tavares Borba, julgado em 13 dez. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2015/13651, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 19 jun. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2014/3402, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 13 dez. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2018/5064, Relatora Diretora Flávia Sant'Anna Perlingeiro, julgado em 25 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 19957.005390/2017-90, Relator Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo julgado em 31 out. 2023.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EDWARDS, Matthew A. Empirical and Behavioral Critiques of Mandatory Disclosure: Socio-Economics and the Quest for Truth in Lending. **Cornell Journal of Law and Public Policy**: Vol. 14: Iss. 2, Article 2.

EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FAMA, Eugene F. Risk, return and equilibrium: empirical tests. **Journal of Political Economy**, n. 81, n. 3, p. 607-636, 1973.

FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2019.

HAI MUSSI, Luiz Daniel; FUCKNER, Mariana Hofmann. Críticas ao Sistema de Ofertas Públicas de Distribuição de Contratos de Investimento Coletivo Hoteleiro Sob o Prisma da Proteção ao Investidor e da Confiabilidade e da Eficiência do Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 174-175, p. 201-256, ago. 2017/jul. 2018.

JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Atlas, 2014.

KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina. **Análise Econômica do Direito: Principais Autores e Estudos de Casos**. Curitiba: CRV, 2019.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The Economic Consequences of Increased Disclosure. **Journal of Accounting Research**, 2000, Vol. 38.

LOBO, Jorge. Direito de Informação do Acionista. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 551–574.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais IV: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais V: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais VI: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM**. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

MANNE, Geoffrey A. The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure. **Alaba Law Review**, vol. 58, 2007, n. 3.

MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves Notas Sobre Full Disclosure e Over Disclosure: Excesso de Informação e Informação de Baixa Qualidade no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, vol. 1, 2014.

MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

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

PASCHOALINI, Ana Paula. Utilização de Informação Privilegiada: Insider Trading. **Revista de Direito Empresarial**, v.2, n.4, jul./ago. 2014.

PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação Das Companhia Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 79.

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, pp. 137-167. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, jan./mar. 2021.

PRADO, Viviane Muller. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**, set. 2016. [Working Paper]. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em: 29 set. 2024.

RIBEIRO, Aline Pardi. A importância do Full Disclosure e a Análise do Desrespeito ao Dever de Informar nos Casos Concretos. In: **Estudos Aplicados de Direito Empresarial**. São Paulo: Almedina, 2017, pp. 11-56.

RIZZO, Valdo Cestari de. et al. 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, 2021.

SABOYA FILHO, Hélio. Informações, Fake News e Mercado. In: **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano - Vol. 1**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 553-558.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2021.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barreto de. A Responsabilização Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik - Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 285–304.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.