

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE PONTA GROSSA
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO

GABRIEL RIZZON TEIXEIRA LOPES

A PROTEÇÃO AO INVESTIDOR:
A ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE PELA FALHA INFORMACIONAL NO
MERCADO DE CAPITAIS

PONTA GROSSA
2025

GABRIEL RIZZON TEIXEIRA LOPES

A PROTEÇÃO AO INVESTIDOR:
A ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE PELA FALHA INFORMACIONAL NO
MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada para obtenção do título de
Mestre na Universidade Estadual de Ponta Grossa,
Área: Direito.

Linha de pesquisa: Teorias e Práticas Jurídicas nas
Relações Privadas e Socioeconômicas.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Zilda Mara Consalter.

PONTA GROSSA
2025

L864 Lopes, Gabriel Rizzon Teixeira
 A proteção ao investidor: a análise da responsabilidade de falha
 informacional no mercado de capitais / Gabriel Rizzon Teixeira Lopes. Ponta
 Grossa, 2025.
 153 f.

 Dissertação (Mestrado Profissional em Direito - Área de Concentração:
 Teorias e Práticas Jurídicas em Perspectiva Translacional), Universidade
 Estadual de Ponta Grossa.

 Orientadora: Profa. Dra. Zilda Mara Consalter.

 1. Mercado de capitais. 2. Informação. 3. Proteção ao investidor. 4.
 Responsabilidade civil. I. Consalter, Zilda Mara. II. Universidade Estadual de
 Ponta Grossa. Teorias e Práticas Jurídicas em Perspectiva Translacional. III.T.

CDD: 340

TERMO DE APROVAÇÃO

Gabriel Rizzon Teixeira Lopes

"A Proteção ao Investidor: a análise da responsabilidade pela falha informacional no mercado de capitais"

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no Programa de Pós Graduação em Direito – Mestrado Profissional, Setor de Ciências Sociais da Universidade Estadual de Ponta Grossa, pela seguinte banca examinadora:

Ponta Grossa 16 de junho de 2025

Membros da Banca:

Prof. Dr. Zilda Mara Consalter (UEPG) – Presidente

Documento assinado digitalmente
 ZILDA MARA CONSALTER
Data: 08/07/2025 14:20:36-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. João Irineu de Resende Miranda - (UEPG)

Documento assinado digitalmente
 JOAO IRINEU DE RESENDE MIRANDA
Data: 09/07/2025 16:38:32-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Sandro Mansur Gibran – (UNICURITIBA)

SANDRO
MANSUR
GIBRAN
 Digitally signed by SANDRO MANSUR
GIBRAN
DN: cn=SANDRO MANSUR GIBRAN,
c=BR, o=ICP-Brasil, ou=0000426171,
email=sandro@rochaadvogados.com
Date: 2025.07.08 14:28:47 -03'00'

Dedico à Maria Victória, com amor.

AGRADECIMENTOS

A vida é pautada em desafios. O mestrado é um deles. Quando ingressamos no programa, somos tomados por um sentido de êxtase, cercados de novidades, o qual logo é substituído pelos anseios e medos inerentes a qualquer adversidade.

É neste momento que somos colocados à prova. À prova de que somos capazes de entregar um bom trabalho. À prova de que conseguimos finalizar todos os requisitos dentro do prazo estabelecido. À prova de que podemos dar conta de nossas vidas pessoais, acadêmicas e profissionais.

Durante o período do mestrado somos verdadeiros malabares, buscando equilibrar todos os aspectos de nossas vidas, pois, a despeito daquela felicidade inicial, o trem da vida não para. Pelo contrário, ele parece andar mais depressa. Mas a questão que ninguém nos ensina naquele momento inaugural é que esta jornada apenas é possível de ser cumprida em razão das pessoas que nos cercam. E esta parte é integralmente decidida a elas.

A primeira pessoa que eu gostaria de agradecer, como não poderia deixar de ser, é minha esposa e fiel escudeira Maria Victória da Fonseca Esmanhotto. Sem ela, nem mesmo o ingresso nesta jornada eu teria conseguido. É por ela e com ela que quero continuar caminhando nos trilhos da vida, pois não há pessoa melhor para estar do lado. O resultado desta dissertação é também fruto da incansável dedicação dela.

A segunda é aquela que também sempre apoiou esta minha caminhada. Trata-se da minha orientadora, Prof. Zilda Mara Consalter. A ela devo toda orientação e apoio dado nestes últimos anos. Sem a professora, muito provavelmente eu estaria ainda no sumário desta dissertação. Gosto de pensar que este foi um trabalho construído a quatro mãos, duas minhas e duas dela.

Do mesmo modo, agradeço aos Professores componentes da banca avaliadora, Prof. Dr. Sandro Mansur Gibran e Prof. Dr. João Irineu de Resende Miranda, pelos relevantes apontamentos realizados e que, assim, contribuíram para o desfecho da deste trabalho.

Não poderia deixar de mencionar minha família e meus amigos, que muitos deles se confundem com as pessoas com quem trabalho. Então aos meus pais (Alan Teixeira Lopes e Vera Lúcia Rizzon Teixeira Lopes) e irmão (Felipe Rizzon Teixeira Lopes), o meu muito obrigado por nunca me abandonarem, por sempre estarem ao meu lado quando mais precisei e que, assim, foram alicerce fundamental para a construção desta dissertação.

O mesmo se aplica aos meus chefes, Luis Cesar Esmanhotto, Simone Fonseca Esmanhotto (que tenho a honra de chamar de sogros) e Juliano Siqueira de Oliveira (que também assim é um dos meus melhores amigos). Sem eles, nada disso seria possível, já que me permitiram e me deram total apoio dentro e fora do escritório para que eu pudesse realizar este sonho.

Por isso mesmo, agradeço nominalmente Pedro Henrique Esmanhotto, Omar Fauaz e Alexandre Ramos Koza, que tenho a felicidade de chamar de amigos e trabalhar lado a lado. Agradeço o apoio durante estes anos, pois sem eles, eu sequer poderia ir às aulas.

Finalizo estes agradecimentos com a seguinte constatação: a vida é feita de desafios, mas a vida também é feita de alegrias. E estas alegrias só são possíveis por estarmos cercados de pessoas que fazem valer a pena. Então a todos o meu muito obrigado.

A verdadeira dificuldade não está em aceitar
ideias novas, mas escapar das antigas.

(John Maynard Keynes)

RESUMO

O trabalho investiga a responsabilidade jurídica decorrente de falhas informacionais no mercado de capitais, com foco na proteção do investidor. O problema de pesquisa estudado refere-se, portanto, a quem são os responsáveis pelo prejuízo ocasionado ao investidor, cujo objetivo geral é analisar o regime jurídico atinente à responsabilidade civil pela falha informacional dentro deste segmento e o que poderia ser feito, do ponto de vista prático, para dirimir ou prevenir esses danos. Utilizando o método dedutivo e pesquisa bibliográfica, o texto se divide em quatro capítulos. O primeiro capítulo contextualiza os pilares do mercado de capitais, destacando o papel essencial da informação sob a ótica da Teoria da Escolha Racional e da Teoria dos Mercados Eficientes. Discute-se o regime do *full disclosure* como resposta à assimetria informacional e aos problemas de agência. No segundo capítulo, analisa-se a responsabilidade civil atribuída a três entes: administradores, acionistas controladores e a própria companhia, tendo como referencial teórico a teoria do realismo organicista. O terceiro capítulo realiza análise jurisprudencial quantitativa sobre o tema, examinando julgados dos tribunais superiores e estaduais desde 2009 até 2024. Por fim, o quarto capítulo propõe a autorregulação como alternativa para o reforço da proteção do investidor no mercado de capitais, com ênfase no Novo Mercado da B3, sugerindo melhorias no regime de responsabilização da companhia. O trabalho conclui pela possibilidade das três figuras analisadas responderem pelo ilícito cometido e que a autorregulação pode contribuir para maior efetividade no ambiente de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Informação. Proteção ao investidor. Responsabilidade civil.

ABSTRACT

The study investigates the legal liability arising from informational failures in the Brazilian capital markets, with a focus on investor protection. The research problem thus concerns the identification of those responsible for the losses incurred by investors, with the general objective of analyzing the legal framework governing civil liability for informational failures within this segment, and what can be done to mitigate or prevent those damages. Applying the deductive method and bibliographic research, the text is structured into four chapters. The first chapter contextualizes the pillars of the capital market, highlighting the essential role of information from the perspectives of Rational Choice Theory and the Efficient Market Hypothesis. It discusses the full disclosure regime as a response to informational asymmetry and agency problems. The second chapter examines the civil liability attributed to three parties: directors, controlling shareholders, and the company itself, using the theory of corporate realism as a theoretical reference. The third chapter conducts a quantitative jurisprudential analysis on the subject, reviewing decisions issued by superior and state courts from 2009 to 2024. Finally, the fourth chapter proposes self-regulation as an alternative to strengthen investor protection in the capital market, with an emphasis on the Novo Mercado segment of B3, suggesting improvements in the company's liability regime. The study concludes that the three analyzed parties may be held liable for the unlawful act and that self-regulation may contribute to greater effectiveness and legal certainty in the Brazilian capital markets.

Keywords: Capital markets. Disclosure. Investor protection. Civil liability.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Repositório online do STF	84
Figura 2 – Repositório online do STJ	84
Figura 3 – Estrutura BSM Supervisão de Mercados	112
Figura 4 – Estrutura do mercado de capitais.....	115

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANP	Agência Nacional de Petróleo
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BSM	Supervisão de Mercados
BVMF	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privado
CC	Código Civil
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DJE	Diário da Justiça Eletrônico
EUA	Estados Unidos da América
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
LSA	Lei das Sociedades por Ações
PAS	Processo Administrativo Sancionador
S.A	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TELESP	Telecomunicação de São Paulo S.A
TJ	Tribunais de Justiça
TJSP	Tribunal de Justiça Paulista
TRF	Tribunais Regionais Federais
TST	Tribunal Superior do Trabalho
UEPG	Universidade Estadual de Ponta Grossa

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	FUNDAMENTOS E PILARES DO MERCADO DE CAPITAIS	19
2.1	O DEVER DE INFORMAR DAS COMPANHIAS ABERTAS NO CONTEXTO BRASILEIRO	27
2.1.1	A Evolução do Dever Informacional Brasileiro	29
2.1.2	O Sistema Dual de Registro e de Emissão Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários	33
2.1.3	As Informações Prestadas pela Companhia aos seus Acionistas	41
2.1.4	As Informações Prestadas pela Companhia ao Mercado em Geral: a Divulgação de Fato Relevante	48
3	OS RESPONSÁVEIS PELA FALHA INFORMACIONAL	55
3.1	A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES PELA FALHA INFORMACIONAL	55
3.2	A RESPONSABILIDADE CIVIL DO ACIONISTA CONTROLADOR PELA FALHA INFORMACIONAL	64
3.3	A RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA PELA FALHA INFORMACIONAL	72
4	O TEMA NA JURISPRUDÊNCIA: ANÁLISE QUANTITATIVA DA RESPONSABILIDADE CIVIL EM RAZÃO DA FALHA DO DEVER DE INFORMAR	82
4.1	PROGNÓSTICO SOBRE AS EVIDÊNCIAS ATÉ AQUI ENCONTRADAS	102
5	O REGIME DO NOVO MERCADO: POSSIBILIDADES DE ALTERAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA?	106
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	126
	REFERÊNCIAS	140

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro captou R\$ 463,7 bilhões em 2023 (Guimarães, 2024). Apenas no 1º trimestre de 2025, o referido segmento movimentou R\$ 152,3 bilhões (Silva Junior, 2025). A relevância deste segmento da economia está diretamente atrelada ao desenvolvimento de um determinado país, na medida em que estimula a poupança popular e, ao mesmo tempo, o investimento produtivo do capital angariado (Brasil, Portal do Investidor, 2025).

O funcionamento de determinado mercado de valores mobiliários pressupõe, portanto, a existência de dois fatores econômicos: de um lado, o investimento realizado através da poupança popular, em que o investidor que possui um superávit financeiro; e, do outro lado, a transferência destes recursos para aqueles que necessitam de capital para o desenvolvimento de determinada atividade econômica (Eizirik *et al.*, 2019).

Tendo em vista a importância deste segmento da economia, a proteção ao investimento eficiente torna-se primordial para assegurar um ambiente sólido e atrativo aos investidores nacionais e internacionais, sobretudo quando se está diante da competitividade entre os mercados organizados existentes no território nacional e estrangeiro.

O tema a ser estudado, que diz respeito à proteção ao investidor frente às falhas informacionais, toma corpo exatamente neste ponto. O problema de pesquisa enfrentado reside em responder o seguinte questionamento: a partir da constatação de uma determinada falha informacional, quem seriam os responsáveis pelos danos causados ao público investidor e o que poderia ser feito, do ponto de vista prático, para dirimir ou prevenir esses danos?

O objetivo geral buscado no trabalho é a análise do regime jurídico atinente à responsabilidade civil pela falha informacional dentro do âmbito do mercado de capitais brasileiro, para, em seguida, sugerir eventual alteração do respectivo regime de responsabilização dos atores do mercado de capitais nacional, através da possibilidade de alteração da disciplina da autorregulamentação deste setor.

Para tanto, os objetivos específicos buscados foram: **(i)** analisar a estrutura econômica e o funcionamento do mercado de capitais; **(ii)** verificar a importância da informação como um elemento central para a tomada de decisões dos investidores e formação dos preços dos ativos negociados; **(iii)** perquirir no que consiste o dever de

informação, de modo a averiguar o que seria uma informação relevante, a quem este dever é imposto e quais são as consequências a partir do seu descumprimento; para depois **(v)** procurar quem são os legitimados para responder por esta eventual demanda indenizatória, analisando se apenas a administração da Companhia será responsabilizado ou se o acionista controlador e a própria empresa poderão figurar no polo passivo; **(vi)** observar qual é o comportamento do Poder Judiciário brasileiro frente a estas demandas dos investidores; para, por fim, **(vii)** sugerir eventual aprimoramento no regime jurídico brasileiro especificamente quanto aos titulares das indenizações a serem pagas e aos responsáveis pelo pagamento em razão dos danos causados a partir da violação do dever de informação.

Resumidamente, as questões que se busca responder, portanto, são: qual o papel da informação no mercado de capitais? Quem são os responsáveis pelos danos causados em razão do descumprimento do dever de informar? Como se comporta a jurisprudência brasileira sobre o tema? Há espaço para alguma melhoria no sistema autorregulatório deste segmento?

Para tanto, utilizando-se do método dedutivo e da técnica documental indireta, o desenvolvimento do texto ficou dividido em quatro capítulos, além da introdução e considerações finais.

O primeiro capítulo é de cunho teórico e prático, construído através de pesquisa doutrinária e legislativa, na medida em que destinado a entender, inicialmente, os fundamentos e pilares do mercado de capitais brasileiro. Como será visto adiante, a informação divulgada pelas companhias desempenha papel relevante – se não central – na tomada de decisões pelo investidor, à luz da Teoria da Escolha Racional.

Além disso, este atributo exerce função essencial para a formação do preço de determinado valor mobiliário. Em um mercado eficiente, as informações disponíveis no mercado são incorporadas em seu preço, de modo a refletir, quase que automaticamente, às informações disponibilizadas aos investidores, ou seja, o valor da cotação atual refletiria um cálculo aproximado do valor intrínseco do valor mobiliário (Fama, 1965).

A chamada Teoria dos Mercados Eficientes, desenvolvida por Fama (1965), é um dos principais fundamentos teóricos que sustenta o regime denominado “*full disclosure*” vigente na maioria dos países” (Pitta, 2013, p. 114).

Referido sistema busca proteger o investidor através da informação disponibilizada ao mercado (Pedreira; Lamy Filho, 2017). Isto é: partindo-se da premissa de que a informação desempenha papel central na formação dos preços dos valores mobiliários e na tomada de decisões pelo investidor, as companhias devem divulgá-las de forma periódica e obrigatória para assegurar o regular funcionamento do mercado de capitais.

Portanto, averiguar o contexto do dever de informar a qual as companhias brasileiras estão submetidas é crucial para se passar à segunda etapa do referido trabalho.

Justamente por isso, o primeiro capítulo se debruçará sobre a evolução do dever informacional no ordenamento jurídico brasileiro. Neste momento, classificou-se as informações divulgadas pelas companhias em três segmentos: **(i)** aquelas inerentes ao sistema dual de registro e de emissão de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, isto é, quando a companhia oferta, no mercado primário, seus papéis emitidos; **(ii)** aquelas informações prestadas aos seus acionistas, em âmbito interno, as quais são indispensáveis para o exercício de direitos fundamentais assegurados aos acionistas, tais como o direito de fiscalização e de voto; e, finalmente, **(iii)** aquelas prestadas ao mercado em geral, notadamente a divulgação de ato ou fato relevante no decorrer da atividade econômica desempenhada pela companhia.

Tendo em vista a multiplicidade das obrigações analisadas e que muitas delas são destinadas às companhias abertas e fechadas, em razão da sistemática adotada pela Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), cabe alertar que a investigação que se propõe diz respeito única e exclusivamente às obrigações relativas às companhias abertas cujos valores mobiliários são negociados em território nacional. Desse modo, não será objeto de análise eventuais obrigações informacionais impostas às companhias fechadas, sociedades limitadas, sociedades simples, fundos de investimentos ou qualquer outra forma societária existente.

Do mesmo modo, companhias abertas cujos valores mobiliários são negociados e ofertados em território estrangeiro, que não as bolsas e mercados organizados brasileiros, também não serão abordadas pelo presente trabalho, sendo que, a partir deste momento, a utilização tão somente do termo companhia será designada para aquelas sociedades objeto da pesquisa.

O segundo capítulo é de ordem teórica, pois se debruça sobre quem seriam os responsáveis pelos danos ocasionados aos investidores em razão de eventual falha no dever de informação, analisando a legislação existente, a posição doutrinária sobre a matéria e, ainda, a análise de algumas decisões proferidas pelos tribunais pátrios.

Neste capítulo, alguns pressupostos foram utilizados. Na medida em que o presente trabalho não se destina a estudar os requisitos propriamente ditos da responsabilidade civil subjetiva, a saber: culpa ou dolo, nexo de causalidade e o dano indenizável, em que pese brevemente endereçados no último capítulo, o trabalho presume a ocorrência destes elementos.

Delimitado o âmbito do estudo realizado, o segundo capítulo é aberto com a análise da responsabilidade civil do administrador¹, na medida em que este é o destinatário principal dos deveres fiduciários inerentes ao cargo exercido, dentre eles, o dever de informar previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

A questão a ser estudada reside em quais hipóteses o administrador poderá ser responsabilizado nos casos em que houver falha informacional imputada aos respectivos órgãos da companhia. A análise é pautada conjuntamente com o dever de diligência, o qual será utilizado como parâmetro de comportamento do administrador para fins de sua responsabilização.

Posteriormente, verifica-se a possibilidade de responsabilização do acionista controlador nesta mesma hipótese, em razão dos deveres e responsabilidades que esta figura possui com os demais acionistas da companhia, nos termos do parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976 e as hipóteses de abuso de poder previstas no §1º do artigo 117 do mesmo dispositivo legal, destacando-se, desde logo, a indução (ou tentativa de induzir) o “administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprimento seus deveres definidos nesta lei e no estatuto” (Brasil, 1976).

Como será verificado adiante, é preciso passar pelo conceito de interesse social da companhia, positivado no já mencionado parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976.

A investigação desta figura apresenta especial relevância no contexto do mercado de capitais brasileiro. Isso porque dentre os atributos essenciais de uma verdadeira companhia (*“True Corporation”*), encontram-se a dispersão acionária e a

¹ NDO: a palavra é utilizada no sentido amplo, ou seja, a responsabilidade civil da diretoria e dos membros do conselho de administração.

administração delegada. Contudo, em solo nacional, “embora o nível de concentração da propriedade tenha decrescido no Brasil na última década, a propriedade dispersa continua bastante rara” (Pargendler, 2021, p. 367), o que aponta para a conclusão de que “a administração das S.A brasileiras, inclusive quanto às companhias abertas, não é tão delegada” (Pargendler, 2021, p. 370), tendo em vista essa forte influência do poder de controle sobre o conselho de administração e a diretoria, ainda mais quando é esta figura quem, por definição legal, elege e destitui os administradores.

Indo adiante, a última parte do segundo capítulo se destina a averiguar a possibilidade ou não da responsabilização da própria companhia aos danos causados aos seus acionistas em razão da falha informacional praticada.

O caminho para tanto passa, necessariamente, na qualificação do que seria uma pessoa jurídica, quais são seus atributos e a finalidade de sua criação. Com efeito, o trabalho se debruçará sobre a autonomia patrimonial existente entre a companhia e seus acionistas, bem como a teoria do realismo organicista desenvolvida por Gierke (*apud* Salomão Filho, 2019, p. 318), na medida em que esta é “consequência direta da afirmação da vontade da própria sociedade”.

A responsabilidade civil da própria companhia toma relevância na medida em que, nos últimos anos, foram descobertas diversas fraudes (sobretudo no âmbito de demonstrações financeiras de companhias nacionais) advindas de falhas informacionais intencionais (comissivas ou omissivas) por parte das figuras envolvidas na relação jurídica societária existente no mercado de capitais². Assim, a responsabilização da companhia torna-se uma alternativa viável para o ressarcimento dos prejuízos amargurados pelos investidores nestes casos, o que vem chamando a atenção da doutrina para o tema³.

Analizados os eventuais responsáveis pelos danos ocasionados em razão do descumprimento do dever de informação, ao terceiro capítulo é atribuído a análise jurisprudencial, no âmbito do território nacional, sobre o tema, envolvendo a responsabilidade do administrador, do acionista controlador e da própria companhia, utilizando-se como apoio a posição doutrinária adotada por Viviane Muller Prado.

² NDO: cita-se, por exemplo, os escândalos envolvendo as empresas AMERICANAS S.A mais recentemente e PETROBRÁS – Petróleo Brasileiro no âmbito das investigações promovidas pela operação lava jato.

³ NDO: apenas a título exemplificativo, cite-se a obra coletiva de Wald, Leães e Carvalhosa (2018).

A análise realizada é quantitativa, ou seja, limitar-se-á a constatar a existência ou não de casos julgados pelos Tribunais de Justiça (TJ), Tribunais Regionais Federais (TRF), Superior Tribunal de Justiça (STJ) e Supremo Tribunal Federal (STF) sobre a matéria.

Consequentemente, não é escopo do trabalho a análise qualitativa das decisões proferidas, isto é, o acerto ou não da solução dada ao caso concreto na ocasião.

A pesquisa jurisprudencial foi realizada no âmbito de todos os Tribunais de Justiça e Tribunais Regionais Federais brasileiros, bem como no Superior Tribunal de Justiça e no Supremo Tribunal Federal, de modo a conceder à presente pesquisa um panorama geral do tema em todo território nacional e não apenas localizado em uma determinada região do país.

Ainda, o recorte temporal da pesquisa realizada é de 2009 em diante, conforme as razões explicitadas já no início do terceiro capítulo. A pesquisa foi efetivada através da utilização da ferramenta Magister Net, a qual foi reconhecida como repositório *online* do Supremo Tribunal Federal (STF) nº 41/2009, do Superior Tribunal de Justiça (STJ) nº 67/2008 e do Tribunal Superior do Trabalho (TST) nº 35/2009.

Utilizou-se trinta e oito palavras-chave combinadas entre si para o levantamento jurisprudencial, que vão desde palavras específicas como “dever de informar” e “falha informacional”, até palavras genéricas, como “informação”, “abuso”, “poder”, “controle” e “administração”.

Em que pese a vasta gama de combinações realizadas, encontrou-se poucos casos julgados sobre a temática e constatou-se poucos casos que tratam do tema, ou seja, apenas seis casos, conforme as razões expostas ao final daquele capítulo.

Por fim, o quarto e último capítulo busca sugerir uma eventual alteração no regime de responsabilidade da companhia no âmbito do Novo Mercado, segmento especial ofertado pela B3.

Para tanto, por intermédio da doutrina, serão analisadas as particularidades da regulação e da autorregulação inerentes ao mercado de capitais, bem como seus benefícios em detrimento à regulamentação estatal, principalmente no que se refere a morosidade inerente ao processo legislativo.

Como se verá adiante, a alternativa proposta pela autorregulamentação se demonstra favorável para o fortalecimento deste segmento, buscando endereçar

alguns problemas existentes para o ressarcimento dos eventuais prejuízos ocasionados ao público investidor.

2 FUNDAMENTOS E PILARES DO MERCADO DE CAPITAIS

Em 1918, o pós-guerra favoreceu o cenário econômico dos Estados Unidos da América (EUA). Com o território europeu devastado pelas consequências do conflito⁴, os Estados Unidos da América passaram a ser o grande fornecedor de produtos e serviços para o velho continente. Em razão do impacto gerado, os EUA também se tornaram uma importante fonte de empréstimo monetário aos países europeus, de modo a ocupar a posição do maior credor mundial.

Esses dois fatores econômicos levaram a uma euforia – nacional e internacional – com o mercado de valores mobiliários norte americano, ocasionando o *boom* econômico da época. Como aponta Wellisch (2018, p. 192) a “percepção generalizada de que a experiência da Primeira Guerra Mundial jamais se repetiria caracterizou o otimismo predominante na década de 1920, o que alimentava, ainda mais, a crença na solidez do mercado de capitais”.

Leandro Karnal *et al.* (2007, p. 198) destacam que:

Os números eram impressionantes: a produção industrial cresceu 60%, a renda per capita aumentou em um terço, o desemprego e a inflação caíram. Avanços tecnológicos nos processos de produção na indústria automobilística (linha de montagem e mecanização), de comunicações (rádio e telefone), eletrônicos e plásticos (eletrodomésticos e outros bens de consumo) criaram produtos inovadores a preços cada vez mais acessíveis.

Na época, a economia norte americana estava realmente em uma crescente. Galbraith (1975, p. 31, tradução nossa) relata que: “entre 1925 e 1929, o número de estabelecimentos fabris aumentou de 183.900 para 206.700; o valor de sua produção aumentou de US\$ 60,0 bilhões para US\$ 68,0 bilhões”⁵.

Ao lado dos benefícios trazidos pelo pós-guerra, a indústria cinematográfica hollywoodiana também contribuiu para este entusiasmo. Com a criação e propagação de um estilo de vida próprio – baseado em uma sociedade do consumo – não demorou muito tempo para que o padrão americano fosse almejado por todos.

Esse fenômeno econômico impactou diretamente o mercado de capitais norte americano. A venda do *american way of life* fez com que a bolsa de valores se tornasse

⁴ Estima-se que 10 milhões de soldados morreram e 12 milhões de civis pereceram como consequência direta ou indireta do conflito (National Geographic Brasil, 2023).

⁵ “Between 1925 and 1929, the number of manufacturing establishments increased from 183,900 to 206,700; the value of their output rose from \$60.0 billions to \$68.0 billions”.

uma verdadeira terra prometida, cheio de riquezas para aqueles que adentrassem e desbravassem o território da “cidade de ouro”.

Neste momento histórico, a regulação do mercado de valores mobiliários consistia nas chamadas *blue sky laws*, as quais conferiam aos Estados a discricionariedade para a concessão do registro de valores mobiliários, na medida em que a decisão era pautada no mérito do empreendimento, isto é, pela qualidade do investimento ofertado (Wellisch, 2018).

Tendo em vista o sistema legal norte americano, cada Estado possuía a sua própria regulação do mercado de capitais. Estudos apontam que de 1911 a 1931, 47 dos 48 estados dos EUA possuíam a sua própria *blue sky law* (Mahoney, 2003).

A intenção legislativa era coibir a venda fraudulenta de valores mobiliários para investidores considerados não sofisticados, a partir da análise meritória do empreendimento pelo Estado, principalmente em razão da popularização do investimento no mercado acionário.

Basicamente, a legislação da época se preocupava apenas se a venda do valor mobiliário era ou não fraudulenta. Assim, a especulação dos valores mobiliários não era objeto de regulamentação (Matthews, 1929).

Acontece que as leis *blue sky* possuíam um sério problema de aplicação (*enforcement*), na medida em que eram provenientes de estados diferentes, o que acarretava um conflito entre as legislações e jurisdições estaduais.

Não apenas isso, como a regulação era meritória, verificava-se a flagrante ausência de competência técnica para a análise do empreendimento pelo Poder Público.

Tanto é assim que, em 1915, o *Investment Bankers Association* recomendou aos seus membros que simplesmente ignorassem as legislações estaduais da época, sugerindo que “as ofertas de valores mobiliários fossem feitas entre Estados através dos correios” (Wellisch, 2018, p. 190).

Com uma regulação deficitária e ignorada pelos participantes, e diante da euforia do mercado norte americano, os valores mobiliários não mais refletiam o seu verdadeiro preço, consistente na performance da companhia e das suas informações relevantes (que eram, inclusive, relegadas a um segundo plano), mas sim um reflexo da especulação do mercado sobre determinado ativo.

Em que pese presente anteriormente, a especulação tomou o papel de protagonista no mercado de capitais norte americano em 1928 (Galbraith, 1975). Foi

então que, logo no ano seguinte, a combinação destes elementos culminou no famoso *crash* da bolsa de valores de 1929, acarretando graves consequências para as principais economias mundiais.

A partir de então, iniciou-se um debate sobre a necessidade de uma nova regulamentação sobre o mercado de valores mobiliários a fim de, efetivamente, proteger o investidor contra fraudes ou preços artificiais dos ativos negociados.

Basicamente: um lado defendia a manutenção do sistema das *blue sky laws* até então utilizado, pautado na regulação pelo mérito, buscando tão somente punições mais severas; o outro pretendia a reformulação do ordenamento, sugerindo “a proteção do investidor através da informação disponibilizada ao mercado” (Campos, 2017, p. 858). O que prevaleceu foi o sistema de proteção à informação, comumente denominado *full disclosure*.

É interessante notar que, em que pese o mercado de valores mobiliários norte americano ser um dos mais importantes e pioneiros do mundo (ainda na atualidade), a doutrina do *full disclosure* foi inspirada no Direito Inglês, mais especificamente no *Joint Stock Companies Act* de 1844 e no *English Companies Act* de 1929, o qual já possuía o princípio de divulgação de informação relevante, consistente na publicação de informações societárias e financeiras das companhias (Pitta, 2013, p. 79).

Tome-se como exemplo a necessidade de realização e apresentação de demonstrações financeiras que reflitam o verdadeiro estado da companhia, inclusive no que se refere às suas subsidiárias, prevista no diploma inglês de 1929.

Quando a sociedade (nesta seção denominada “sociedade *holding*”) detiver ações, diretamente ou por meio de representante em sociedade subsidiária ou em duas ou mais sociedades subsidiárias, deverá ser anexado ao balanço patrimonial da sociedade controladora, assinada pelas pessoas previstas no artigo cento e vinte e nove desta Lei, informando como os lucros e perdas da empresa subsidiária, ou, quando houver duas ou mais empresas subsidiárias, os lucros e perdas agregados dessas empresas, foram, no que diz respeito à holding, foram tratados nas contas da holding, ou para os fins das mesmas, e, em particular, como e em que medida⁶. (Reino Unido, 1929, p. 370, tradução nossa).

⁶ “Where company (in this section referred to as ‘the holding company’) holds shares either directly or through nominee in subsidiary company or in two or more subsidiary companies, there shall be annexed to the balance sheet of the holding company statement, signed by the persons by whom in pursuance of section one hundred and twenty-nine of this Act the balance sheet is signed, stating how the profits and losses of the subsidiary company, or, where there are two or more subsidiary companies, the aggregate profits and losses of those companies, have, so far as they concern the holding company, been dealt with in, or for the purposes of, the accounts of the holding company, and in particular how, and to what extent”.

Esses preceitos também foram incorporados na legislação norte americana (*Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934), resultante da mudança de paradigma após o *crash* de 1929.

Esta renovação do ordenamento jurídico atinente ao mercado de valores mobiliários estava pautada em algumas razões e premissas econômicas, abordadas adiante.

Um dos pressupostos básicos da economia neoclássica é a chamada Teoria da Escolha Racional, em que o investidor é um ser racional e, como tal, busca a “maximização do seu bem-estar, com base nas informações disponíveis” (Vasconcellos, 2011, p. 27).

A partir disso, o investidor sempre buscará tomar a melhor decisão para atingir esta finalidade, maximizando o seu lucro em cada operação que realizar, analisando, concomitantemente, os riscos de determinados ativos e, conseqüentemente, os custos envolvidos na operação a ser realizada.

Essas escolhas ocorreriam por meio das informações disponibilizadas e obtidas pelo investidor. Em outras palavras, com a divulgação periódica, o investidor opta por assumir ou não determinados riscos quanto ao ativo em questão, sempre “levando-se em conta o retorno que este investimento poderá gerar” (Muller, 2016, p. 5).

Para além da tomada de decisão, estas mesmas informações são utilizadas pelo mercado para a formação do preço do valor mobiliário. A velocidade da incorporação destas informações na formação do preço do ativo negociado é um importante vetor para a existência de um “mercado eficiente”.

Analisando este fenômeno econômico, Fama (1965) desenvolveu a chamada teoria dos mercados eficientes, em que, basicamente, sustenta que um mercado eficiente é aquele em que: (i) há um grande número de investidores racionais; (ii) competindo entre si, cada um buscando prever o valor futuro dos valores mobiliários; e (iii) todas as informações importantes são fornecidas gratuitamente para todos os participantes.

Estas circunstâncias levariam – pautadas em um mercado eficiente – com que o verdadeiro preço de determinado ativo refletisse, quase que automaticamente, às

informações disponibilizadas aos investidores, ou seja, o valor da cotação atual refletiria um cálculo aproximado do valor intrínseco do valor mobiliário⁷.

Verifica-se que, a partir da teoria dos mercados eficientes, os valores intrínsecos de determinado ativo (ou, pelo menos, o seu preço aproximado) seria um reflexo das informações disponíveis aos investidores e do processo de competição e maximização do bem-estar entre eles. É justamente por isso que “valores intrínsecos podem mudar ao longo do tempo como um resultado de novas informações divulgadas”⁸ (Fama, 1965, p. 55, tradução nossa).

É interessante notar que, em que a hipótese de mercados eficientes de Eugene F. Fama ter sido desenvolvida após a opção do *full disclosure*,

[...] é inegável que algumas de suas premissas já estavam, ainda que forma assistemática, presentes no racional regulatório que orientou a elaboração desses normativos, tornando-se, posteriormente, um dos principais fundamentos teóricos a sustentar o regime de divulgação obrigatória de informações atualmente vigente na esmagadora maioria de países (Pitta, 2013, p. 114).

Um aliado da Teoria dos Mercados Eficientes é a chamada Análise Fundamentalista de Ações, desenvolvida por Benjamin Graham, em que o investidor se atenta a todas as informações disponíveis sobre o empreendimento, analisando “o passado da companhia para estimar o desempenho futuro daquele ativo” (Pinheiro, 2024, p. 455).

É claro que estas teorias não são imunes a qualquer crítica.

Tratando da diferenciação entre a teoria econômica e a realidade em si, John Kenneth Galbraith critica abertamente o mundo das finanças. Aquilo que chamou de uma fraude não tão inocente, consistente na tentativa de previsão do futuro, pelos agentes financeiros (a partir das informações disponibilizadas pelas grandes corporações) dos rumos da economia e dos resultados de determinado empreendimento, é absolutamente pertinente. Talvez com uma visão um tanto quanto pessimista, Galbraith (2004) assevera que existem demasiadas previsões, mas sem qualquer certeza, dadas as variáveis incidentes na equação.

⁷ “a situation Where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which as of now the market expects to take place in the future. In Other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value”. (Fama, 1965, p. 55).

⁸ “of course intrinsic values can themselves change across time as a result of new information”.

Acontece que, em que pese as válidas críticas realizadas, a outra alternativa, já testada no período pré-crise de 1929, já se mostrou falha. Além disso, o prognóstico realizado, em um mercado eficiente, nos termos da teoria desenvolvida por Eugene F. Fama não confere um título de certeza do valor intrínseco do ativo ou mesmo de seu desempenho futuro, mas sim um cálculo aproximado, ou seja, uma estimativa.

Mais do que simplesmente a determinação do preço do ativo e a influência na tomada de decisão dos investidores, existem, também, outras razões pelas quais é necessária a adoção do regime *full disclosure* no âmbito das operações envolvendo valores mobiliários.

Estes motivos consistem no enfrentamento da assimetria informacional, da administração da seleção adversa e dos problemas de agência, além da diminuição dos custos informacionais envolvidos.

A assimetria informacional se dá quando uma das partes envolvidas na relação econômica possui mais informações sobre determinado produto ou serviço do que a outra ponta desta equação (Pires; Pinto Junior, 2000).

É comum encontrar situações de assimetria informacional quando verificada a hipossuficiência de uma parte em relação a outra, tal como ocorre, por exemplo, no âmbito das relações consumeristas.

Descrevendo este fenômeno, George A. Akerlof (1970) discorre sobre as consequências da assimetria informacional no âmbito do mercado de automóveis usados. De acordo com o referido economista, na hipótese (i) do vendedor de carros tentar mascarar eventuais imperfeições existentes; e (ii) na impossibilidade de o comprador perceber estas imperfeições nos produtos vendidos, em razão da assimetria informacional, ocorreria a chamada seleção adversa (Akerlog, 1970).

Diante da ausência de confiança nos vendedores de carros usados, os compradores aplicariam um desconto nos preços ofertados, tendo em vista que poderiam adquirir produtos de baixa qualidade. Isso faria com que os vendedores de produtos de boa qualidade retirassem os carros do mercado, já que o preço praticado estaria em desacordo com o valor intrínseco do bem, o que levaria a um agravamento da própria seleção adversa⁹.

⁹ *"The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence- as in the case of our automobile "lemons." It is this possibility that represents the major costs of dishonesty -for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market. There may be potential buyers of good quality products and there may be potential sellers of such products in the appropriate price range; however, the presence of people who wish to pawn bad*

Como aponta Wellisch (2018), a seleção adversa se encontra presente no âmbito do mercado financeiro, inclusive ocasionada por assimetrias informacionais ainda maiores, sendo certo que, em não havendo a obrigatoriedade de divulgação de informações, o mercado de valores mobiliários seria um verdadeiro “mercado de limões”, nos termos da expressão alcunhada por Akerlof (1970).

Ao lado da seleção adversa, encontra-se o chamado problema de agência, o qual “surge quando uma parte, denominada ‘representado’ (*principal*), depende de ações tomadas pela outra parte, denominada ‘agente’ ou ‘representante’ (*agent*)” (Armour *et al.*, 2018, p. 79).

Assim, “o problema consiste em motivar o agente a agir no interesse do representado, e não simplesmente no interesse próprio do agente” (Armour *et al.*, 2018, p. 79).

No âmbito do mercado de capitais, os problemas de agência são uma constante, na medida em que os agentes – consistentes, neste caso, nos administradores ou mesmo no acionista controlador em comparação aos acionistas minoritários – buscam suprimir notícias que, eventualmente, “não agradam o mercado” (Enriques *et al.*, 2018, p. 454). E isso ocorre em razão do funcionamento dos próprios valores mobiliários.

Na medida em que a valorização de um determinado ativo é baseada nas informações disponíveis sobre ele, por meio das quais os agentes econômicos fazem projeções sobre a sua rentabilidade e o seu risco, como já abordado, acionistas controladores ou mesmo os administradores das companhias

[...] poderiam canalizar seus esforços apenas para maximizar determinados indicadores de *performance* que seriam facilmente observáveis pelos investidores (mesmo que o aumento desses indicadores não significasse o efetivo aumento de valor da companhia ou que ainda levasse à sua diminuição) (Pitta, 2013, p. 99-100).

Aliás, ainda que não abordado expressamente os problemas de agência, Galbraith (2004) explicita os malefícios da empresa “como burocracia”, de modo que o papel dos investidores (sobretudo os minoritários) e próprio Conselho de Administração no âmbito do mercado de capitais americano é absolutamente pífio,

wares as good wares tends to drive out the legitimate business. The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence” (Akerlog, 1970, p. 495).

fazendo com que os administradores (burocráticos nos seus dizeres) acabem inflando suas remunerações a despeito de fraudes empresariais de grande porte.

Neste contexto de assimetria informacional, a falha no dever de informação pode assumir diversas faces: pode tratar-se de uma omissão de informação dolosa ou mesmo de informação falsa, pode referir-se a uma omissão culposa ou incompleta, pode, ainda, assumir um papel de informação tendenciosa.

Ainda, no que diz respeito ao seu conteúdo, pode significar uma informação relevante, capaz de influir, de modo ponderável, no preço do ativo e/ou na decisão a ser tomada pelo investidor, como também pode dizer respeito a uma informação irrelevante¹⁰.

Portanto, uma das alternativas para o combate à falha informacional e as consequências daí decorrentes (seleção adversa, problemas de agência e assimetria em geral) é a divulgação obrigatória de informações pelas companhias.

No que diz respeito à seleção adversa, “o regime de divulgação de informações constitui uma boa sinalização sobre a qualidade do emissor, uma vez que o custo de copiá-lo é relativamente alto” (Pitta, 2013, p. 105), razão pela qual apenas bons emissores estariam dispostos a incorrer nestas despesas, restaurando a confiança no mercado, pois bons produtos seriam ofertados ou, na analogia de Arkelof (Wellisch, 2018), bons carros usados.

Além disso, o investidor, a partir das informações divulgadas, à luz das Teorias da Escolha Racional e dos Mercados Eficientes, anteriormente abordadas, poderia avaliar com afinco o investimento a ser realizado (ainda que não haja um grau de certeza sobre as suas previsões), já que, neste momento, a assimetria informacional seria reduzida.

Já no que se refere à função que este regime exerce sobre os problemas de agência, verifica-se a possibilidade do controle dos acionistas sobre os órgãos de administração e dos acionistas minoritários sobre os controladores na condução dos negócios sociais (Wellisch, 2018).

Consequentemente, o combate da assimetria informacional através da regulação da divulgação obrigatória de informações levaria a um mercado eficiente, cujos efeitos econômicos, seriam os seguintes:

¹⁰ Para melhor elucidação das multifacetadas falhas informacionais ver: Tese de Doutorado de Mariana Martins-Costa Ferreira (2022).

- a pesquisa e avaliação de ações seriam uma tarefa cara que não traria benefícios. As probabilidades de se encontrar uma ação subvalorizada seriam sempre de 50:50, refletindo a aleatoriedade dos erros de precificação. Na melhor das hipóteses, os benefícios da coleta de informação e da pesquisa de ações apenas, cobririam os custos de se fazer a pesquisa.
- uma estratégia de diversificação aleatória entre ações ou a carteira de mercado, com pouco ou nenhum custo de informações e custos de execução mínimos, seria superior a qualquer outra estratégia que criasse mais informações e maiores custos de execução. Não haveria agregação de valor pelos gerentes de carteira e estrategistas de investimentos.
- uma estratégia de minimização de negociações, ou seja, criar-se uma carteira e não negociar a menos que houvesse necessidade de caixa, seria superior a qualquer estratégia que exigisse negociações frequentes (Damodaran, 2018, p. 117).

Isso vai ao encontro com os objetivos da regulação do mercado de capitais, os quais, conforme lições de Eizirik *et al.* (2019, p. 51), consistem em “proteger os investidores; promover a eficiência do mercado; criar e manter instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômica; e impedir a criação de situações de conflitos de interesse”.

Dessa forma, visto o fundamento e o pilar central do mercado de valores mobiliários, consistentes na divulgação de informações periódicas, é necessário investigar o que seria o dever de informar no Direito brasileiro.

2.1 O DEVER DE INFORMAR DAS COMPANHIAS ABERTAS NO CONTEXTO BRASILEIRO

A partir da constatação de qual seria a base do mercado de valores mobiliários, fundamentada na divulgação de informações periódicas, e as razões econômicas para esta constatação, passa-se a analisar no que consiste o dever de informação dentro do ordenamento jurídico brasileiro.

Entretanto, antes de adentrar a temática em si, cabe alertar que a investigação que se propõe diz respeito única e exclusivamente às obrigações relativas às companhias abertas cujos valores mobiliários são negociados em território nacional. Desse modo, não será objeto de análise eventuais obrigações informacionais impostas às companhias fechadas, sociedades limitadas, sociedades simples, fundos de investimentos ou qualquer outra forma societária existente.

Da mesma forma, companhias abertas cujos valores mobiliários são negociados e ofertados em território estrangeiro, que não as bolsas e mercados

organizados brasileiros, também não serão abordadas pelo presente trabalho, sendo que, a partir deste momento, a utilização tão somente do termo companhia será designada para aquelas sociedades objeto do presente trabalho.

Em razão do recorte metodológico proposto, é essencial a definição do que seria uma companhia aberta.

A expressão foi alcunhada originalmente pelo artigo 39 da Lei nº 4.506/1964, que dispôs sobre o imposto de renda e proventos de qualquer natureza. Nos termos do diploma legal fiscal, as sociedades anônimas de capital aberto eram aquelas consideradas

[...] as que tenham ações efetivamente cotadas nas Bôlsas (*sic*) de Valores (*sic*) e cujo capital com direito a voto, pertença na porcentagem mínima de 30% (trinta por cento) a mais de 200 (duzentos) acionista que não possuam cada um mais de 3% (três por cento) do capital da sociedade e sejam pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização (Brasil, Lei nº 4.506, 1964)

Para a caracterização de uma companhia aberta, a legislação exigia, cumulativamente, a negociação de ações nas Bolsas de Valores existentes à época e um número mínimo de acionistas.

Referida definição excluía uma grande parte do que hoje se considera como uma companhia aberta, na medida em que não abordava os demais valores mobiliários que poderiam ser negociados, tais como debêntures, derivativos, certificados de depósito de valores mobiliários e assim por diante.¹¹

Da mesma maneira, companhias que negociavam seus valores mobiliários fora das Bolsas de Valores, como, por exemplo, Bolsas de Mercadorias e Futuros e entidades de mercado de balcão organizado, também se encontravam abrangidas pelo conceito em questão.

Inclusive, ainda que seus ativos fossem negociados em Bolsas de Valores, mas não contasse com um capital com direito a voto de 30% (trinta por cento),

¹¹ Nesse sentido, atualmente, o art. 2º da Lei nº 6.385/76 determina que são valores mobiliários: I- as ações, debêntures e bônus de subscrição; II- os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III- os certificados de depósito de valores mobiliários; IV- as cédulas de debêntures; V- as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI- as notas comerciais; VII- os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII- outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX- quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

divididos em mais de 200 (duzentos) acionistas, cuja participação de cada um não poderia ser maior do que 3% (três por cento), a companhia não estaria dentro do conceito de sociedade anônima de capital aberto alcunhada pelo artigo 39 da Lei nº 4.506/1964.

Com a edição da Lei nº 6.404/1976, a atual Lei das Sociedades por Ações (LSA), o conceito de companhia aberta ficou mais abrangente, pois o artigo 4º da LSA classifica a companhia como aberta ou fechada “conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Conforme constou expressamente da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976 (Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976), o conceito adotado pelo artigo 4º é mais amplo do que o utilizado pela legislação pregressa, resumindo-se àquela companhia que busca a capitalização através da poupança popular, necessitando um regramento próprio para fins de proteção desta economia popular (Brasil, CVM, Exposição de Motivos nº 196, 1976).

Acresça-se que a então editada norma visava regular o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais.

É justamente sobre estas companhias que se analisará o regime de divulgação de informações obrigatórias brasileiro. Isto é: o dever de informar imposto para as companhias que possuam seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

2.1.1 A Evolução do Dever Informacional Brasileiro

O Código Comercial de 1850, em que pese não instituir qualquer obrigação de divulgação regular e periódica de informações pelas sociedades por ações, tratou de elencar algumas das características básicas desta figura jurídica: o capital dividido em ações, a circulação destes títulos e a responsabilidade limitada de seus acionistas, nos termos dos artigos 297 e 298 do Código Oitocentista¹².

¹² Art. 297 - O capital das companhias divide-se em ações, e estas podem ser subdivididas em frações. As ações podem ser exaradas em forma de título ao portador, ou por inscrições nos registros da companhia: no primeiro caso opera-se a transferência por via de endosso: no segundo só pode operar-se por ato lançado nos mesmos registros com assinatura do proprietário ou de procurador com poderes especiais; salvo o caso de execução judicial. Art. 298 - Os sócios das companhias ou sociedades anônimas não são responsáveis a mais do valor das ações, ou do interesse por que se houverem comprometido (Brasil, Código Comercial, 1850).

Ainda que não houvesse uma obrigação de divulgação de informações, o Código Comercial de 1850 determinava que todos os comerciantes, incluindo as sociedades por ações, deveriam “seguir uma ordem uniforme de contabilidade e escrituração, e ater os livros para esse fim necessários”, conforme seu artigo 10 (Brasil, Código Comercial, 1850).

Aliás, era direito do acionista o exame de todos os livros, documentos, escrituração, correspondência e do estado do caixa na companhia sempre que solicitado, salvo se convencionado que a averiguação ocorresse em determinadas datas e lugares específicos, conforme previsto no artigo 290 daquele diploma legal (Brasil, Código Comercial, 1850).

As primeiras obrigações de divulgação de informações das companhias abertas foram instituídas apenas com a edição da Lei nº 3.150/1882 (Pitta, 2013), mais especificamente pelo artigo 6º, que determinava a publicização **(i)** das alterações dos estatutos; **(ii)** do aumento do capital; **(iii)** da continuação da sociedade após o seu termo; **(iv)** da dissolução da companhia antes do seu termo; e **(v)** do modo de sua liquidação, e pelo artigo 16, §1º, o qual dispunha que, no prazo de um mês antes da realização da assembleias gerais, haveria a publicação pela imprensa das transferências de ações eventualmente ocorridas e do balanço patrimonial demonstrando; em suma, a situação econômico-financeira da companhia e os pareceres dos fiscais (Brasil, Lei nº 3.150, 1882).

A modernização do regime do *disclosure* brasileiro ocorreu 58 anos após, com a edição do Decreto-Lei nº 2.627/1940. A partir disso, as companhias constituídas por subscrição pública, por exemplo, deveriam apresentar prospecto com a “exposição clara e precisa das bases da sociedade e dos motivos ou razões que têm os fundadores para esperar êxito do empreendimento”, conforme seu artigo 40, inciso III (Brasil, Decreto-Lei nº 2.627, 1940).

Naquela ocasião, a preocupação principal do ordenamento jurídico era, justamente, “relacionada ao mercado primário de valores mobiliários” (Pitta, 2013, p.187), em que as vantagens econômicas são direcionadas para a própria companhia, seja mediante a constituição de uma companhia por subscrição pública, seja mediante a distribuição pública de valores mobiliários ao longo da vida da sociedade empresária.

A intenção legislativa fica clara ao analisar a exposição de motivos ao anteprojeto de Trajano de Miranda Valverde, oportunidade na qual consignou que:

[...] o brasileiro, dispondo de poucos capitais, não confia, em regra, as suas reservas nesses empreendimentos. Receia, com justíssima razão, o malogro da empresa, o prejuízo, portanto. Depois, ao pensar que irá ficar dois ou três anos, durante o tempo de instalação da empresa, sem renda do seu capital, recua. Prefere, então, comprar apólices da dívida pública, com ou sem sorteio, títulos de capitalização, ou deixa as suas reservas estagnadas, a vencer juros, nas Caixas Econômicas. Muito raro, por isso, é a sociedade anônima que se constitui por subscrição pública de seu capital [...] procurei fortalecer a instituição jurídica, dando-lhe um corpo de regras capaz de inspirar confiança no público. Defini, com clareza, os direitos e as garantias dos acionistas e estabeleci um regime severo de responsabilidade, civil e penal, dos fundadores, diretores e fiscais (Batalha, 1977, p. 11-12).

Em que pese o avanço propagado pela legislação da década de 1940, a necessidade de uma melhor proteção aos investidores era latente, principalmente no que se referia ao regime de divulgação obrigatória de informações.

Foi então editada a Lei nº 4.728/1965, que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu determinadas medidas para o seu desenvolvimento. Nos termos do referido diploma legal, uma das atribuições concedidas ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central foi a facilitação do acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre os emissores destes papéis, sendo que era dever do regulador a proteção dos investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas, nos termos do artigo 2º, incisos I e II (Brasil, Lei nº 4.728, 1965).

A edição da Lei nº 4.728/1965 fez parte do Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966, cujo um dos objetivos era a estimular a abertura do capital “das sociedades anônimas, tendo em vista ser êsse (*sic*) o melhor sistema para compatibilizar o controle democrático das empresas (*sic*) com a imposição tecnológica das dimensões associadas às economias de escala” (Brasil, Programa de Ação..., 1965).

Os mecanismos propostos na época diziam respeito à **(i)** concessão de estímulos fiscais para as companhias abertas (através do imposto de renda); **(ii)** criação de uma política geral de estímulo fiscais à poupança, incentivando as aplicações da poupança popular no mercado de capitais; **(iii)** reestruturação de sociedades de investimentos; e **(iv)** reorganização das bolsas de valores (Brasil, Programa de Ação..., 1965).

Diante das medidas econômicas adotadas, o Brasil experimentou uma euforia econômica no mercado de valores mobiliários, que refletiu em marcas históricas. Em dezembro de 1970, por exemplo, haviam sido negociados um volume equivalente a

US\$ 16,5 milhões diariamente. A título comparativo, no mesmo período, a bolsa de Nova York, considerada a maior do mundo, negociou, em média, um volume equivalente a US\$ 13,5 milhões (Folha de São Paulo, 2021).

Em julho de 1971, entretanto, iniciou-se um processo de venda de posições por alguns dos investidores mais sofisticados, o que levou a um efeito manada dos demais, agravando-se em razão do aumento de oferta de ações pela chegada de novos emissores no mercado (Brasil, História do Mercado..., 2022).

Já no ano seguinte, Arnoldo Wald alertava para possibilidade de uma crise econômica, justamente diante da desproporção entre os papéis oferecidos na Bolsa de Valores, apontando que a “necessidade de se criar um sistema de comunicação entre a empresa e os acionistas é reconhecida por todos, sem que se saiba ainda quais os instrumentos que devem ser usados para alcançar tal meta” (Wald, 1972, p. 214).

Deste contexto econômico, surgiu a reforma de 1976, com a criação da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações) e da Lei nº 6.385/1976, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Conforme Exposição de Motivos nº 197, relativo à Lei nº 6.385/1976, a criação da autarquia em regime especial brasileira pautou-se na experiência americana, com o intuito de promover a defesa da economia popular, sobretudo em face de abusos e distorções praticadas no mercado a partir da assimetria informacional outrora abordada (Brasil, Exposição de Motivos nº 197, 1976).

Estes são os dois diplomas centrais que, até os dias de hoje, regem o funcionamento do mercado de capitais e das companhias abertas. Em conjunto com algumas alterações ocorridas ao longo dos anos (como, por exemplo, a Lei nº 10.303/2001) e com as instruções normativas, portarias e atos administrativos expedidos pela CVM, formam o regime de divulgação obrigatória de informações.

Basicamente, como será abordado adiante, o regime *disclosure* brasileiro pauta-se nas seguintes informações:

- Aquelas prestadas quando do pedido de registro para emissão e ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários;
- Aquelas necessárias para o exercício de determinados direitos garantidos aos acionistas;
- Aquelas de cunho econômico-financeiras;
- Sobre os administradores;

- Sobre as decisões da companhia e de seus administradores, membros do conselho fiscal ou acionistas controladores; e
- Aquelas relacionadas aos fatos e fatos relevantes ocorridos durante o curso dos negócios desenvolvidos pela companhia (Pitta, 2013, p. 196-197).

Estas informações é que permitem o investidor a tomar as suas respectivas decisões racionais, já que dizem respeito a boa parte da vida da companhia, desde o início do seu registro, até mesmo aquelas informações periódicas e esparsas inerentes ao cotidiano empresarial.

2.1.2 O Sistema Dual de Registro e de Emissão Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários

Analisando a estrutura do ordenamento jurídico brasileiro atinente ao mercado de valores mobiliários, é possível perceber a grande influência exercida pela legislação americana, notadamente pelo *Securities Act*, de 1933, e pelo *Security Exchange Act*, de 1934 (Lamy Filho; Pedreira, 2017, p. 103).

A legislação brasileira, seguindo o modelo norte americano, que criou a *Securities and Exchange Commission*, concebeu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica em regime especial, cuja atribuição é disciplinar o mercado de capitais¹³.

Assim como o *Security Exchange Act*, de 1934, o atual regramento brasileiro exige o prévio registro da emissão pública de valores mobiliários perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976¹⁴ e artigo 4º, §§1º e 2º, da Lei nº 6.404/1976¹⁵.

Eizirik *et al.* (2019, p. 203) apontam que “a implementação da política do *disclosure* está, a seu turno, fundamentada na existência de um sistema de registros

¹³ Conforme artigo 4º e seus incisos. Do mesmo modo, a natureza jurídica da CVM encontra-se no artigo 5º, ambos da Lei nº 6.385/1976.

¹⁴ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

¹⁵ Art. 4. §1º. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. [...]; §2º. Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

perante a CVM”, já que são exigidas diversas informações do emissor e dos seus valores mobiliários capazes de ensejar uma decisão racional, consciente e informada por parte dos investidores.

Isso demonstra o caráter nitidamente instrumental do sistema registros, pois esses dizem respeito a instrumentos pelos quais os emissores prestam as suas informações e, conseqüentemente, “os investidores tomam suas decisões acerca do valor mobiliário” (Pitta, 2013, p. 204). Contudo, o registro é aplicável apenas nas hipóteses em que se está diante de uma distribuição pública de valores mobiliários e por isso as distribuições privadas não estão sujeitas ao prévio registro perante a CVM. Portanto, é imprescindível definir o que seria uma emissão pública de valores mobiliários.

O artigo 19, §3º, incisos I a III, da Lei nº 6.385/1976 aponta as hipóteses em que uma emissão será pública, ou seja, quando há: **(i)** “a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público”; **(ii)** “a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores”; ou, ainda, **(iii)** “a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação” (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

A atual redação do artigo 19, §3º da Lei nº 6.385/1976 não define exatamente o que seria uma oferta pública, limitando-se tão somente a indicar os meios que – se utilizados – poderão caracterizar a publicidade da distribuição dos valores mobiliários.

Justamente por isso, não se deve interpretar literalmente este dispositivo legal, já que se levaria a situações absurdas, tal como a ocorrência de uma alienação de participação acionária entre duas pessoas sem o apelo à poupança popular tão somente por ocorrer em um estabelecimento aberto ao público, razão pela qual “sua interpretação deve ser restritiva” (Buschinelli, 2015, p. 383).

Levando-se em consideração que a Lei nº 6.385/1976 tão somente aponta os meios que uma oferta pode ser considerada como pública, a Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de suas atribuições, editou a Resolução CVM nº 160/2022 – atual diploma normativo que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários.

Referida Resolução deu maior foco à indeterminabilidade dos investidores alvos da oferta ou, ainda que individualmente identificados, na comunicação padronizada e massificada, do que efetivamente nos meios empregados pelo emissor.

Isso é o que se extrai do *caput* do artigo 3º da Resolução CVM nº 160/2022 e do seu rol exemplificativo disposto nos incisos do §1º¹⁶.

Dessa forma, uma oferta de valores mobiliários dirigida a um seletivo grupo de pessoas, determinadas e restritas, por exemplo, não se sujeitaria ao sistema de prévio registro.

De igual modo, quando se está diante de uma oferta de valores mobiliários decorrente de plano de remuneração aos administradores, funcionários ou pessoas naturais que prestem serviços ao emissor ou à empresa coligada, controlada ou controladora, também é aplicável a obrigatoriedade de registro da distribuição realizada¹⁷.

Ainda, cabe destacar que, a depender das condições subjetivas dos investidores alvos, a oferta poderá ser considerada pública ou privada. Mesmo que exista posição doutrinária em sentido contrário¹⁸, afilia-se ao entendimento exarado por Eizirik *et al.* (2019, p. 223), que aponta que: “independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários não deve ser considerada pública se os ofertados, além de pessoas certas ou determinadas, forem investidores sofisticados”.

Isso porque referidos investidores exercem um poder de barganha com a companhia titular dos valores mobiliários e, do mesmo modo, interpretam a informação de forma mais completa que o público em geral.

¹⁶ Art. 3º. Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º. §1º. Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública: I- a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral; II- a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição; III- a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º; IV- a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e V- a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada (Brasil, CVM, Resolução nº 160, 2022).

¹⁷ Art. 8º, inciso III (Brasil, CVM, Resolução nº 160, 2022).

¹⁸ Para tanto, ver: Buschinelli (2015, p. 384-386).

Na medida em que o sistema de registro possui natureza instrumental, com o único intuito de proteger os investidores, conforme anteriormente apontado, caso estes investidores sofisticados possuam acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro, em razão dessa condição subjetiva exercida, não haveria motivo que justificasse a obrigatoriedade do registro prévio (Eizirik *et al.*, 2019).

Até mesmo porque o regime informacional imposto para a obtenção do registro prévio à emissão de valores mobiliários representa um alto custo de transação para a companhia, razão pela qual, em não havendo motivo para tanto, não se deve imputar este ônus à sociedade empresária.

Tanto é assim que em sua exposição de motivos (Lei nº 6.385/1976), constou expressamente que não se aplicaria as disposições legais da emissão públicas, quando realizada com “um grupo reduzido de investidores, que tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa divulgar” (Brasil, CVM, Exposição de Motivos nº 197, 1976).

E não estando diante das hipóteses acima mencionadas, de modo que a distribuição de valores mobiliários vise uma indeterminabilidade de investidores e/ou utilizando-se dos meios de comunicação constantes do artigo 19, §3º da Lei nº 6.385/1976, estar-se-á na presença de uma distribuição pública, incidindo, portanto, a necessidade de prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

A documentação e informação exigida para a obtenção do registro prévio à distribuição pública de valores mobiliários difere conforme a natureza do valor mobiliário a ser distribuído, bem como as características pessoais do próprio emissor.

Para fins desta investigação, principalmente em razão do objeto estudado, atinente às companhias abertas, a análise se limitará à distribuição de ações, bônus de subscrição e certificados de depósito sobre estes valores mobiliários, bem como à oferta pública de distribuição de debêntures ou outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida, inclusive conversíveis ou permutáveis em ações.

O pedido de registro prévio a qualquer distribuição pública de valores mobiliários é regulamentada pela Resolução CVM nº 80/2022. De acordo com o seu artigo 4º, o “pedido de registro de emissor deve ser encaminhado à Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e instruído com os documentos identificados no Anexo A” (Brasil, CVM, Resolução nº 80, 2022).

A análise do Anexo A da Resolução CVM nº 80/2022 é absolutamente relevante para o tema estudado, eis que estas serão as primeiras informações prestadas pela companhia quando do seu requerimento.

Tratando-se de emissor nacional, o artigo 1º do Anexo A da Resolução CVM nº 80/2022 estabelece os seguintes documentos: **(i)** requerimento de registro de emissor de valores mobiliários, devidamente assinado e com a indicação da categoria de registro pretendida; **(ii)** ata da assembleia geral em que o pedido de registro foi devidamente aprovado pelos acionistas; **(iii)** ata da reunião do conselho de administração ou da assembleia geral em que houver designado o diretor de relações com investidores; **(iv)** estatuto social consolidado e atualizado; **(v)** formulário de referência apropriado para a categoria de registro pretendida; **(vi)** formulário cadastral; **(vii)** demonstrações financeiras referentes aos três últimos exercícios sociais; **(viii)** demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro; **(ix)** eventuais comentários da administração sobre as diferenças das demonstrações financeiras apresentadas; **(x)** atas de todas as assembleias gerais realizadas nos últimos doze meses; **(xi)** cópia do contrato com instituição para execução de serviços de valores mobiliários escriturais, se houver; **(xii)** formulário de demonstrações financeiras padronizadas; **(xiii)** formulários de informações trimestrais; **(xiv)** política de divulgação de informações, se houver; **(xv)** termos de posse dos administradores; **(xvi)** política de negociações de ações, se houver; e **(xvii)** declarações a respeito dos valores mobiliários detidos pelos administradores, conselho fiscal ou quaisquer outros órgãos com funções técnicas ou consultivas, relativas ao emissor (Brasil, CVM, Resolução nº 80, 2022).

É possível perceber que a lista de documentos necessários para o registro é extensa e dizem respeito integralmente à vida da companhia de, pelo menos, os três últimos exercícios sociais.

Entretanto, não se trata de análise do mérito do investimento a ser realizada. Ou seja: não compete à Comissão de Valores Mobiliários, mais especificamente à Superintendência de Relações de Empresa, analisar se o empreendimento é ou não uma boa oportunidade de negócio, tal como ocorrida no âmbito das *blue sky laws*, abordadas no início do presente capítulo.

Assim, o pedido de registro é calcado pela “instituição de um regime informacional obrigatório, em alternativa a uma regulação meritória, por parte do Estado, acerca da qualidade dos empreendimentos subjacentes” (Pitta, 2015, p. 428).

Dentre os documentos solicitados, destacam-se alguns. O primeiro deles é o formulário cadastral, cujas informações devem ser confirmadas pelo emissor anualmente. O conteúdo obrigatório deste documento está descrito no Anexo B da Resolução CVM nº 80/2022, o qual exige informações como setor de atividade, situação do emissor, data da última alteração da espécie de controle acionário, canais de comunicação nos quais o emissor divulga informações sobre atos e fatos relevantes, dentre outros.

O segundo – e talvez um dos mais importantes – é o formulário de referência. Regulado pelo Anexo C da Resolução CVM nº 80/2022, o documento em questão exige informações sobre a atividade do emissor, com a descrição sumária do seu histórico e das principais atividades desenvolvidas (inclusive os efeitos relevantes da regulação estatal sob a sua atividade), comentários dos diretores sobre condições financeiras e patrimoniais, estrutura de capital, condição de pagamento relativos à compromissos financeiros assumidos pela companhia, resultados das operações do emissor, mudanças nas práticas contábeis.

Além disso, devem ser incluídas as respectivas projeções, se elas existirem, fatores de risco que possam influenciar na decisão de investimentos, inclusive com a política de gerenciamento de riscos e controles internos, controle acionário e grupo econômico, remuneração dos administradores e informações de auditores, transação com partes relacionadas, capital social e valores mobiliários, dentre outros.

Por fim, o terceiro documento destacado – na medida em que não é objeto do presente estudo dissecar todos os documentos exigidos para o registro, mas tão somente apontar aqueles que possuem mais relevância para tomada de decisão – diz respeito às demonstrações financeiras, tanto aquelas atinentes aos três últimos exercícios quanto aquelas específicas para o pedido de registro.

Estas demonstrações financeiras encontram-se dispostas a partir do artigo 27 da Resolução CVM nº 80/2022 e incluem as demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei nº 6.04/1976, o formulário de demonstrações financeiras padronizadas, bem como o formulário de informações trimestrais.

Todas estas informações servem para que o investidor possa tomar uma decisão racional. Inclusive, a padronização de documentos, exigida, por exemplo, na escrituração contábil, permite a avaliação entre empreendimentos, demonstrando-se a importância desta documentação para o regime de divulgação obrigatória de informação pelas companhias.

Por outro lado, as ofertas públicas são regulamentadas pelas disposições gerais contidas na Resolução CVM nº 160/2022, e especificamente pelos Anexos A (Prospecto de Ações) e B (Prospecto de Dívida) desta mesma norma, além de, claro, pelo disposto na Lei nº 6.404/1976 e 6.385/1976.

Consequentemente, o objeto estudado contempla tanto as companhias de categoria A, consistentes naqueles emissores de todo e qualquer tipo de valores mobiliários, quanto as companhias de categoria B, que dizem respeito aos emissores que são autorizados a distribuir publicamente valores mobiliários em mercados regulamentados, exceto ações e certificados de depósito de ações (ou qualquer ativo que conceda o direito de conversão, aquisição ou exercício de direitos que são inerentes às ações ou certificados de depósito de ações)¹⁹.

Um dos documentos centrais exigidos para a oferta pública de valores mobiliários – e que concede amplo e geral conhecimento das informações necessárias para a tomada de decisão dos investidores – chama-se prospecto.

Regulamentado pelo artigo 16 e seguintes da Resolução CVM nº 160/2022, o prospecto é o documento que possui informações relativas ao emissor, sobre a oferta em si e os valores mobiliários que são objetos desta oferta, bem como as condições propriamente ditas.

De acordo com o artigo 17 da Resolução CVM nº 160/2022, o prospecto deve possuir, pelo menos, as informações sobre **(i)** a oferta, incluindo seus termos e condições; **(ii)** os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhe são inerentes; **(iii)** o ofertante, caso diferente do emissor; **(iv)** o emissor e sua situação patrimonial, econômica e financeira; **(v)** os terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta, se houver, incluindo sua situação patrimonial, econômica e financeira; **(vii)** os principais fatores de risco relacionados com o emissor, com o valor mobiliários, com a oferta, e com o terceiros

¹⁹ De acordo com o artigo 4º, §3º da Lei nº 6.404/1976 “A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976). Em razão disso, a Resolução CVM nº 80/2022 define as categorias aplicáveis às companhias abertas conforme o valor mobiliário emitido, nos termos do art. 3º, inciso I e II do referido diploma legal. Conforme leciona Modesto Carvalhosa, a distinção entre categorias das companhias abertas seu deu, principalmente, pelo fato de que “não se compatibilizavam as normas regulamentares, em particular as referentes à divulgação de informações, com as reais necessidades dos investidores, que variam em função das diferentes espécies de valores mobiliários; com tal procedimento, custos desnecessários eram impostos às companhias emissoras” (Carvalhosa, 2007, p. 69).

garantidor; e **(vii)** os terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta primária (Brasil, CVM, Resolução nº 160, 2022).

Em caso de constituição da companhia por subscrição pública, o prospecto deve atender o disposto no artigo 84 da Lei nº 6.404/1976. As informações exigidas dizem respeito:

- Ao capital social e a sua formação, tal como: **(i)** o valor a ser subscrito, **(ii)** o modo de realização do capital subscrito, **(iii)** caso aplicável, a parte a ser subscrita com bens, a discriminação desses bens e o valor atribuído a estes bens pelos fundadores; e **(iv)** a existência ou não de autorização para aumento do capital no futuro, independentemente de reforma estatutária;
- Às ações e à entrada no ato da subscrição, necessitando **(i)** descrever o número, espécie e classes de ações; **(ii)** o preço de emissão destes valores mobiliários; e **(iii)** da previsão da entrada em dinheiro de, no mínimo, 10% do preço de emissão;
- Às obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da companhia e às despesas já ocorridas e futuras: destaca-se que a decisão do investidor poderá ser afetada pelos direitos e obrigações assumidas pela companhia, pois tais informações podem ser a própria base do empreendimento;
- Às vantagens particulares atribuídas aos fundadores ou terceiros: referidas vantagens, contudo, não poderão comprometer o capital da companhia;
- Eventual autorização governamental para funcionamento, o que ocorre em determinadas atividades econômicas desenvolvidas, principalmente quando se está diante de serviços públicos prestados;
- Instituição financeira intermediária: figura obrigatória para toda e qualquer distribuição pública de valores mobiliários, nos termos do artigo 82 da Lei nº 6.404/1976;
- Efetivação das subscrições, com as datas de início e término das subscrições, bem como eventual prazo da assembleia de constituição, se a constituição ocorrer por subscrição pública e, por fim, a qualificação dos fundadores da companhia (Silveira Lobo, 2017, p. 515-518).

Em conjunto com o prospecto, independentemente se a oferta pública é primária, secundária ou mesmo em caso de constituição por subscrição pública, o emissor de valores mobiliários deverá apresentar o chamado formulário de referência (abordado anteriormente), sendo que este documento “reúne as principais informações exigidas das companhias abertas como requisito para concessão e manutenção do seu registro perante a CVM” (Pitta, 2013, p. 217).

As informações exigidas pelo formulário de referência encontram-se dispostas no Anexo C da Resolução CVM nº 80/2022 e vão desde a identificação dos responsáveis pelo conteúdo do formulário – passando por informações de auditores, financeiras, fatores de riscos, dentre outros – até a política de divulgação de informações adotada pelas companhias. Aliás, são vinte e um grupo de informações obrigatórias que devem constar do referido documento.

Assim, o formulário de referência “é considerado hoje uma das mais importantes e completas fontes de informação sobre as companhias abertas” (Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 139), sendo que “um prospecto adequado deve proporcionar ao investidor as informações necessárias para a tomada de decisão quanto ao investimento que lhe está sendo apresentado” (Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 219).

Adjetivos não faltam para as informações que devem ser prestadas pelos emissores de valores mobiliários, isto é, conforme artigo 16 da Resolução nº 160/2022 ela deve ser “necessária, suficiente, verdadeira, precisa, consistente e atual, apresentada de maneira clara e objetiva em linguagem direta e acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento” (Brasil, CVM, Resolução nº 160, 2022).

Verificada os principais documentos e informações prestadas pela companhia para a obtenção e manutenção do seu registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, passa-se à análise daquelas prestadas pela companhia aos seus acionistas.

2.1.3 As Informações Prestadas pela Companhia aos seus Acionistas

As informações prestadas pela companhia aos seus acionistas se encontram dispersas ao longo da Lei nº 6.404/1976, da Lei nº 6.385/1976, bem como nos diversos atos administrativos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nos termos do artigo 109 da Lei nº 6.404/1976 são direitos essenciais dos acionistas – e que, portanto, não podem ser suprimidos – a participação nos lucros sociais e do acervo da companhia, em caso de liquidação, a fiscalização da gestão dos negócios sociais, a preferência na subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, bem como a retirada da sociedade nos casos previstos em Lei (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

O §2º do artigo 109 da Lei nº 6.404/1976 estabelece, como consequência lógica, que “os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Esta disposição legal ganha relevo quando verificado que os meios pelos quais estes direitos são mantidos inalterados e efetivos são: **(i)** direito de voto; **(ii)** direito de assistir às assembleias; **(iii)** direito de informação; e **(iv)** direito de fiscalização e impugnação das decisões da administração e da própria assembleia (Bulgarelli, 1998, p. 57).

Em decorrência disso, o direito de informação do acionista não poderá ser privado nem pelo estatuto social e nem mesmo pela assembleia geral, ao passo que “os direitos conferidos a título de garantias inafastáveis precisam, sob pena de tornar letra morta a inderrogabilidade, estar sob o abrigo de instrumentos de proteção igualmente inderrogáveis” (Barbosa, 2017, p. 225).

O direito de informação e, como contraposição, o dever de informação possui especial relevância neste contexto, na medida em que é a partir das informações prestadas que os acionistas tomam as suas respectivas decisões e/ou fiscalizam a gestão e condução dos negócios sociais.

O artigo 133 da Lei nº 6.404/1976, por exemplo, estabelece os documentos que se encontram disponíveis aos acionistas antes da realização da assembleia geral ordinária, tais como o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício finalizado, cópia das demonstrações financeiras, pareceres dos auditores independentes, pareceres do conselho fiscal e documentos pertinentes aos assuntos incluídos na ordem do dia quando da deliberação em assembleia (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

A Resolução CVM nº 81/2022 igualmente dispõe sobre as informações e documentos que devem ser disponibilizados aos acionistas previamente à realização da assembleia geral.

Conforme estabelecido pelo artigo 7º, inciso II da referida norma, a companhia deve prestar “quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto” (Brasil, CVM, Resolução nº 81, 2022).

Ainda que esta obrigação seja voltada ao diretor de relações com investidores (nos termos do artigo 8º), a Resolução CVM nº 81/2022 impõe a obrigação aos acionistas controladores e demais administradores a fornecer todas as informações e documentos necessários para que o referido diretor cumpra com suas obrigações legais.

Esta determinação alcança, também, os membros do conselho fiscal e eventuais acionistas não controladores, quando estes solicitarem a inclusão de propostas no boletim de voto a distância²⁰.

Durante a assembleia geral, o acionista poderá solicitar a leitura dos documentos em questão, nos termos do artigo 134, *caput*, da Lei nº 6.404/1976. Reforçando o direito de informação, o §2º deste dispositivo legal assegura a possibilidade de solicitar esclarecimentos ao longo da realização do ato, possibilitando-se o adiamento da assembleia caso seja necessário, o que também ocorrerá na hipótese de não comparecimento do administrador, membro do conselho fiscal ou auditor independente.

A presença destas figuras é absolutamente imprescindível, pois são elas que atenderão os pedidos de esclarecimentos dos acionistas (§1º do artigo 134 da LSA).

Como apontado por Barbosa (2017), a discussão travada no âmbito da assembleia geral ordinária, no que se refere às contas dos administradores e os esclarecimentos por eles prestados, é inerente ao próprio direito de fiscalização assegurado a todo e qualquer acionista (direito este inderrogável pelo estatuto social)

²⁰ O referido dispositivo determina que: “Art. 8º. O diretor de relações com investidores é responsável pelo fornecimento das informações e documentos exigidos da companhia nas Seções II e III, bem como pelo cumprimento, por parte da companhia, do disposto no art. 2º desta Resolução. §1º. Os acionistas controladores e os demais administradores devem fornecer, em tempo hábil, todas as informações e documentos necessários para que o diretor responsável cumpra as disposições desta Resolução. §2º. A obrigação prevista no § 1º alcança também: I – os membros do conselho fiscal, caso solicitem à administração que convoque a assembleia geral ou o façam diretamente, nas hipóteses previstas no parágrafo único do art. 123 da Lei nº 6.404, de 1976; e II – os acionistas não controladores, nos casos referidos no inciso anterior e quando solicitem a inclusão de propostas no boletim de voto a distância, conforme Subseção IV do Capítulo III desta Resolução” (Brasil, CVM, Resolução nº 81, 2022).

e que, assim, nenhuma ou quase nenhuma efetividade haveria sem a possibilidade de debate das informações recebidas pelos acionistas.

É este debate (inerente ao direito de fiscalização) que concede papel protagonista ao acionista. Do contrário, haveria apenas a ilusão de algum tipo de poder dado aos proprietários dos valores mobiliários, tal como ocorre no contexto norte americano²¹.

Assim como a administração, os membros do conselho fiscal, se houver, deverão comparecer às assembleias gerais e deverão responder os pedidos de informações realizados pelos acionistas, conforme determinado pelo artigo 164 da Lei nº 6.404/1976. Este órgão social ainda deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, pelo menos, 5% do capital, as informações sobre as matérias de sua competência, sempre que solicitadas (artigo 163, §6º).

Tendo em vista as competências do Conselho Fiscal, este pedido de informações pautado no artigo 163, §6º da LSA deve ser analisado com cautela pelo referido órgão, sobretudo à luz da possibilidade de o acionista utilizar este direito à informação de forma ilegítima. Compete a ele, portanto, analisar a necessidade do pedido informacional realizado pelo acionista, a fim de “verificar eventual tentativa de prejudicar a companhia e, assim, indeferir a solicitação realizada” (Barbosa, 2017, p.239).

A exibição de livros por inteiro é igualmente reservada para os acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social e ela poderá ser ordenada judicialmente sempre que haja atos de violação da lei ou do estatuto e/ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas pelos órgãos sociais²².

Já o artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 estabelece que “o administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis” (Brasil, Lei nº

²¹ John Kenneth Galbraith aponta que “uma fraude mais transparente e não de todo danosa: a tentativa de dar aos proprietários, acionistas, cotistas, investidores, como são diversamente nomeados, um aparente papel na empresa. Tendo o capitalismo aberto o caminho para a administração *cum* burocracia, é necessário criar uma ilusão de importância para os donos. Eis a fraude” (Galbraith, 2004, p. 43-44).

²² É o que estabelece o artigo 105 da LSA: A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia. (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

6.404, 1976) relativamente aos papéis emitidos pela própria companhia e/ou sociedades controladas ou mesmo grupo, que seja titular.

Esta obrigação possui quatro finalidades, a primeira se refere à extensão do interesse que o administrador possui na companhia, a segunda – a partir da edição da Resolução CVM nº 44/2021²³ – a prevenir e reprimir o uso de informação privilegiada (Campos, 2017, p. 851).

O §1º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 impõe ao administrador revelar, a pedido de acionistas que representem 5% ou mais do capital social, em Assembleia Geral Ordinária: **(i)** a quantidade de valores mobiliários emitidos pela companhia, sociedades controladas ou mesmo de grupo que adquiriu ou alienou estes ativos no exercício anterior; **(ii)** a contratação ou exercício de opções de compra de ações do exercício anterior; **(iii)** eventuais vantagens que recebeu da companhia, controladas ou do mesmo grupo econômico (de direito ou de fato); **(iv)** as condições dos contratos de trabalho firmados com diretores ou ocupantes de cargos de alto nível; e **(v)** fatos ou atos relevantes ocorridos no decorrer da atividade econômica desenvolvida pela sociedade (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

A terceira função da disposição legal em comento diz respeito aos chamados custos de agência, de modo que “não seria prudente deixar os acionistas sem acesso a informações sobre as remunerações, benefícios e vantagens diretos ou indiretos atribuídos aos administradores e aos executivos de alto nível” (Campos, 2017, p. 853).

Estes custos são quando “o agente costuma ter mais informação do que o representado acerca de fatos relevantes [e] o representado não consegue garantir facilmente que o desempenho do agente seja precisamente o que foi prometido” (Armour *et al.*, 2018, p. 79), tal como efetivamente ocorre na relação existente entre os administradores e os acionistas nas companhias abertas.

Neste sentido, o dever de informar, previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976, sob o aspecto de informações que devem ser prestadas aos acionistas, em especial ao acionista minoritário, demonstra-se um valioso instrumento para a fiscalização da gestão social (Eizirik *et al.*, 2019, p. 619).

²³ NDO: o artigo 11 impõe que “Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

Mais do que isso, a quarta finalidade do dever de informação em questão se refere à seguinte constatação: verificar se o administrador é também acionista controlador da companhia, acarretando para ele a observância tanto dos deveres impostos aos administradores quanto aos deveres próprios dos acionistas controladores (artigo 117, §3º da Lei nº 6.404/1976) (Eizirik *et al.*, 2019, p. 619-620).

Outro aspecto interessante quanto ao direito de informação dos acionistas diz respeito aos livros sociais, mais especificamente o livro de registro de ações nominativas, de transferência de ações nominativas, o registro de partes beneficiárias nominativas e o de transferência de partes beneficiárias nominativas, previstos no artigo 100, incisos I, II e III da Lei nº 6.404/1976.

A companhia está obrigada a fornecer a qualquer pessoa, sobretudo ao acionista minoritário, as certidões dos lançamentos constantes dos livros em questão, desde que a sua utilização seja destinada a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal, dos acionistas ou do mercado em si, conforme o §1º do artigo 100 da Lei nº 6.404/1976.

Novamente verifica-se que se trata de disposição indispensável para a fiscalização da atividade social desenvolvida pela companhia.

Por fim, ainda no que diz respeito ao dever/direito de informação aos acionistas, ressalta-se o disposto no artigo 176 da Lei nº 6.404/1976. Referida disposição legal determina que ao fim de cada exercício social, a diretoria elaborará, “com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício”: **(i)** balanço patrimonial; **(ii)** demonstrações dos lucros ou prejuízos acumulados; **(iii)** demonstração do resultado do exercício; **(iv)** demonstração dos fluxos de caixa; e **(v)** demonstração do valor adicionado (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Estes documentos são absolutamente vitais para a tomada de decisão tanto dos acionistas quanto dos investidores e do mercado em geral. Isso porque é as demonstrações financeiras impactam significativamente a tomada de decisões pelos investidores e acionistas em geral.

Alicerçados nestes documentos, os investidores saberão se a atividade é lucrativa, quais os valores a serem recebidos a título de dividendos, quais os prejuízos e custos operacionais com a atividade a companhia possui, quais as perspectivas de

investimentos e reservas de capitais realizadas pela companhia para o futuro, dentre tantas outras informações que a escrituração contábil fornece ao mercado em geral.

Tão relevante para a tomada de decisão racional que a Lei nº 11.638/2007 determinou a adequação das demonstrações financeiras e apuração de lucros aos princípios de contabilidade internacionalmente aceitos, a fim de padronizar a escrituração contábil entre empresas nacionais e estrangeiras.

À época, o então ministro de Estado da Fazenda, Pedro Sampaio Malan, em exposição de motivos que acompanhava o Projeto de Lei nº 3741/2000, atestou que a alteração legislativa promovida possuía como finalidade a modernização e harmonização das “disposições da lei societária em vigor com os princípios fundamentais e melhores práticas contábeis internacionais, o que constitui medida inadiável para a inserção eficiente do Brasil no atual contexto de globalização econômica” (Brasil, Projeto de Lei nº 3741, 2000).

De fato, a mudança legislativa era absolutamente imprescindível, eis que:

[...] parcela importante dos investimentos no Brasil é proveniente de investidores estrangeiros, seja o investimento direto, mediante participação no capital de sociedades fechadas, seja o investimento por meio do mercado de valores mobiliários, em ações e títulos de emissão de companhias abertas. A poupança interna não gera recursos suficientes para propiciar investimentos produtivos em volume que garanta o crescimento econômico considerado necessário à promoção de melhor distribuição da riqueza. O País é, e será num futuro previsível, ‘importador’ de capitais. Nesta circunstância, é preciso que as empresas e investidores domiciliados em países “exportadores” de capital possam entender as demonstrações financeiras das empresas brasileiras, a fim de que tomem decisões bem fundamentadas de investimentos, através da Bolsa de Valores ou da realização de *joint ventures*, associações, parcerias e qualquer outra modalidade de atuação conjunta com as companhias brasileiras (Carvalhosa, 2014, p. 843).

A publicação destas demonstrações financeiras deverá ser acompanhada com a indicação correspondentes das demonstrações do exercício anterior, possibilitando, assim, a comparação do desempenho entre um ano e outro, nos termos do artigo 176, §1º da Lei nº 6.404/1976.

Abordados alguns dos principais contornos do direito/dever informacional da relação entre companhia e acionistas, passa-se à análise das informações prestadas pela sociedade ao mercado em geral, sob o enfoque da divulgação de fato relevante.

2.1.4 As Informações Prestadas pela Companhia ao Mercado em Geral: a Divulgação de Fato Relevante

É natural da própria atividade empresarial a ocorrência de fatos que se tornam relevantes ao mercado ao longo do exercício da atividade econômica. Não seria possível a previsão taxativa de todos os fatos que podem ocorrer durante esta trajetória.

Por isso, o artigo 157, §4º da Lei nº 6.404/1976 estabelece aos administradores da companhia o dever de comunicar ao mercado – de forma imediata – através de comunicado encaminhado à bolsa de valores e divulgado pela imprensa, **(i)** as deliberações da assembleia geral (ordinária ou extraordinária) ou de órgãos deliberativos da companhia; e **(ii)** qualquer ato ou fato relevante que possa influir – de modo ponderável – na decisão dos investidores em manter, vender ou comprar os valores mobiliários emitidos pela sociedade.

A partir da leitura do diploma legal acima mencionado, percebe-se que a divulgação de fato relevante não está apenas relacionada ao direito à informação do acionista, mas sim de um relacionamento entre a companhia e o público em geral (Campos, 2017).

Nesse sentido, Sheila Christina Neder Cerezetti aponta que o dever de divulgar fato relevante, nos termos do artigo 157, §4º da Lei nº 6.404/1976, não diz respeito tão somente ao acionista em si (tal como ocorre com o dever de divulgar informações internas da companhia), mas sim de um dever de informação a todo o mercado e/ou interessado. Possui como finalidade a garantia da transparência a todos os investidores ao mesmo tempo, “evitando assimetria informacional entre os próprios competidores do mercado” (Cerezetti, 2015, p. 247). Isto é: trata-se de um comando que visa a igualdade entre os participantes.

O §4º do artigo 157 da LSA se divide em duas partes. A primeira de cunho objetivo, qual seja: a administração deve comunicar qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos sociais. Salvo a exceção prevista no §5º²⁴ do mesmo diploma legal (que será melhor abordada adiante), não há margem para interpretação, não suscitando muitas dúvidas quanto à sua aplicabilidade.

²⁴ NDO: O §5º do artigo 157 da LSA prevê a exceção da divulgação da informação em caso de risco ao interesse legítimo da companhia.

A questão toma relevo no que concerne à segunda parte do referido parágrafo. A LSA determina a divulgação daquilo que foi denominado como fato relevante.

Inicialmente, a classificação do que seria este fato leva em consideração o impacto, de modo ponderável, nas decisões a serem tomadas pelos investidores, relativamente à venda ou à compra dos valores mobiliários emitidos pela companhia.

Além disso, a Resolução CVM nº 44/2021, que regulamenta atualmente a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, aponta outros dois aspectos: a influência da informação na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores em exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular destes valores mobiliários, conforme estabelecido pelo artigo 2º, incisos I e III do referido diploma normativo²⁵.

A definição não passa despercebida de críticas. O enfoque concedido pelo ordenamento jurídico brasileiro leva em consideração apenas a influência significativa na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores, de modo que determinadas informações úteis para o monitoramento pelo acionista minoritário tanto da administração quanto do exercício do poder de controle, por exemplo, “não estariam acobertadas pela definição de fato ou ato relevante” (Pitta, 2013, p. 238).

De todo modo, verifica-se que o dever de informar fato ou ato relevante está ligado à perspectiva de impacto na tomada de decisões ou mesmo na cotação do valor mobiliário, ou seja, não está intimamente ligado à efetiva influência nestes dois pontos, que será auferida apenas posteriormente (Pitta, 2013).

Trata-se, assim, de um prognóstico a ser feito pela administração. É claro que não se trata de toda e qualquer possibilidade – ainda que remota – de influenciar estes aspectos, mas sim de modo ponderável. O adjetivo empregado pela legislação impõe um “nível maior de certeza por parte dos administradores da companhia” (Campos, 2017, p. 859).

O parágrafo único do artigo 2º da Resolução CVM nº 44/2021, com intuito exemplificativo e para fins de auxiliar a administração neste prognóstico, elenca uma

²⁵ 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 (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

série de atos ou fatos que são considerados relevantes. Ao total são vinte e dois incisos que vão desde a transferência do poder de controle até pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial da companhia.

Esmanhotto (2023) bem destaca o caráter exemplificativo do rol apresentado pela CVM, o qual possui o objetivo de facilitar a função do interprete quando do desempenho de suas atividades, destacando que existem condutas que embora não previstas no referido diploma legal, podem ser consideradas relevantes.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários já se posicionou sobre o tema, entendendo que:

O sistema de recepção de documentos da CVM prevê as categorias 'comunicado ao mercado' e 'aviso aos acionistas', além de 'ato ou fato relevante'. Desse modo, as companhias abertas dispõem de canais de comunicação adequados para disseminar no mercado as informações que considerem úteis aos investidores, ainda que não se enquadrem na definição de fato relevante. Assim, e consideradas as alternativas existentes, quando decide divulgar determinada informação na forma de aviso de fato relevante, a administração transmite ao mercado a percepção de que, após avaliar os seus possíveis impactos, considerou a informação, efetivamente, relevante. 4. A tarefa de julgar a relevância de determinado fato não é simples, pois vários fatores, além do estritamente financeiro, devem ser considerados. Cuida-se, além disso, de um juízo prospectivo acerca da potencial influência que o fato, uma vez divulgado, teria sobre o comportamento dos investidores. Há, nisso, a formulação de um juízo complexo e, inevitavelmente, subjetivo. 6. Disso se segue que, a princípio, não cabe à CVM substituir-se ao administrador nesse julgamento, revendo a posteriori a decisão por aquela tomada. Primeiro porque, em razão do caráter valorativo do exame sobre a relevância de determinado fato, tal revisão se revelaria altamente subjetiva. Segundo porque não me parece certo que as conclusões assim alcançadas pela CVM seriam superiores às do diretor de relações com investidores. Entendo, ao contrário, que, na maioria dos casos, o administrador, que acompanha no dia a dia os negócios da companhia, encontra-se em melhor posição do que a autarquia para avaliar o que é ou não relevante para os investidores. 7. Por isso que, a meu ver, a revisão da CVM só se justifica quando houver razões objetivas que desautorizem a decisão do diretor de relações com investidores, levando a entender que o juízo emitido sobre a relevância de determinada informação foi equivocado à luz das circunstâncias do caso. Esse cuidado, cumpre ressaltar, é devido não só quando o diretor considerou a informação relevante, mas também quando ele entendeu que não era relevante, pois em ambos os casos há de se respeitar o julgamento profissional do administrador (Voto Direto Pablo Renteira) (Brasil, CVM, PAS nº RJ 2014/0577, 2017).

Em razão da importância da divulgação de fato ou ato relevante, na medida em que, como visto, trata-se de um dos principais canais de comunicação entre a companhia e o mercado em geral, o Decreto nº 3.995/2001 alterou a Lei nº 6.385/1976, incluindo o artigo 21-A, o qual determina que a CVM “poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua

apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante” (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

A constitucionalidade do referido Decreto foi questionada pelo Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil, mediante a propositura da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) nº 2.601. As alegações da requerente diziam respeito à violação aos artigos 2º, 59 e 61, *caput*, da Constituição Federal.

Com a publicação do acórdão em 04.02.2022, o Supremo Tribunal Federal (STF) confirmou a constitucionalidade da norma. Especificamente quanto à inclusão do artigo 21-A consignou que se trata de “temas inseridos no âmbito da competência privativa do Chefe do Poder Executivo” (Brasil, STF, ADI nº 2601/2002, 2022).

Dada a constitucionalidade confirmada pelo Supremo Tribunal Federal, o artigo 3º, §1º da Resolução CVM nº 44/2021, ampliou a obrigação de divulgação de fato ou ato relevante para além da administração da companhia (especificamente para além do Diretor de Relações com Investidores).

Determina o referido diploma legal que tanto os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, quanto quaisquer outros órgãos de função técnica ou consultiva – desde que 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” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021), sob pena de responsabilização pessoal dos envolvidos (§2º).

A lógica por trás do alargamento do regime de divulgação obrigatória de fatos ou atos relevantes foi a necessidade de incrementação da eficácia deste regime informacional (Pitta, 2015).

Entretanto, ainda que diante da importância desta obrigação para o regime de divulgação de informações obrigatórias, o artigo 157, §5º da Lei nº 6.404/1976 estabelece uma exceção à regra geral.

É o caso quando a administração entender que a “sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976). O ponto é um tanto quanto espinhoso, eis que a primeira questão que deve ser respondida é o que se entende por “interesse legítimo da companhia”.

Ainda que tratando da figura do acionista controlador, o interesse social vem disposto no artigo 116, parágrafo único da Lei nº 6.404/1976²⁶, e pode ser definido a partir das seguintes características: **(i)** realização do seu objeto e cumprimento da sua função social; e **(ii)** tutela de interesses mista, relativamente aos acionistas da companhia, os seus trabalhadores e a comunidade em que atua.

Ou seja: “interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao seu interesse comum de realização do escopo social. A comunhão de interesses existente tanto na sociedade quanto na comunidade” (Comparato; Salomão Filho, 2014, p. 330).

A questão reside em saber quais interesses podem ser internalizados dentro da sociedade, a fim de compor o legítimo interesse da companhia. Neste ponto, a doutrina aponta que a análise deve ser empírica, a partir de critérios gerais propostos pela teoria da cooperação, sendo eles: “continuidade da relação, pequenos números e boa quantidade de informação” (Comparato; Salomão Filho, 2014, p. 328-329).

Definido o interesse legítimo da companhia, o administrador estará isento de prestar eventuais informações sobre fato ou ato relevantes se constatar que a sua publicação oferecerá riscos a este interesse.

É o caso, por exemplo, de eventual descoberta de um novo produto. Imagine um caso concreto: uma companhia farmacêutica desenvolve um novo remédio para a cura de determinada doença. A descoberta não necessariamente deverá ser divulgada até que o produto esteja efetivamente desenvolvido e protegido pela Lei nº 9.279/1996, que regulamenta direitos e obrigações relativos à propriedade industrial.

Do mesmo modo, a decisão de comprar, vender, fundir ou cindir determinada companhia e seus respectivos termos não necessariamente precisa ser divulgada imediatamente ao mercado, mas tão somente após certo transcurso de tempo das negociações.

Todavia, a exceção à regra contida no artigo 157, §5º da Lei nº 6.404/1976 não concede à administração da companhia carta branca para deixar de prestar as informações relevantes. Deve ser interpretada de forma restritiva, já que a regra geral

²⁶ NDO: a redação do parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/76 é a seguinte: O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

– e um dos pilares do mercado de valores mobiliários – é a adoção do *full and fair disclosure* (Mota, 2022, p. 225).

Isto é o que se extrai do artigo 6º da Resolução CVM nº 44/2021, eis que o *caput* aponta expressamente que “os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

E, nesta hipótese, tanto os acionistas controladores e administradores quanto os próprios conselhos de administração e fiscal, além dos órgãos criados pelo estatuto social, estão obrigados a guardar sigilo dessas informações, até a sua divulgação ao mercado, zelando que seus subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, sob pena de responderem solidariamente em caso de descumprimento, conforme estabelecido pelo artigo 8º deste mesmo diploma legal.

Warde Jr. e Bittencourt (2021) bem sintetizam o dever de informação. Para os autores, a informação possui destinatários determinados (como, por exemplo, os órgãos de fiscalização, investidores atuais, dentre outros), como também destinatários indeterminados (tal qual o mercado em geral). Por isso, os fatos divulgados não só precisam ser verdadeiros, mas também devem atender determinados objetivos, como instruir a tomada de decisão e a formação da vontade do investidor, auxiliar na regulamentação, fiscalização e aplicação da legislação e viabilizar o cumprimento do dever de informar que as pessoas relacionadas ao informante também se sujeitam. Justamente por isso é que as informações divulgadas devem ser ajustadas às quantidades, organização e qualidade necessárias para a sua utilidade, proporcionando um conhecimento acessível a todos os destinatários (determinados e indeterminados). O dever de informação torna público fatos que, antes, eram mantidos em sigilo, de conhecimento de alguns poucos sujeitos, em razão da função exercida por cada um deles, observados, como já abordado antes, os interesses que justificariam o segredo ou a publicidade da informação.

Isto posto, o “investidor, em particular, deve conhecer as informações necessárias à formação da sua vontade, exceto aquelas que, abrigadas pelo segredo, não lhe é dado conhecer. Nesse caso, a ignorância deve ser geral” (Warde Jr; Bittencourt, 2021, p. 165).

Estes são os contornos do dever de informação incidentes às companhias abertas brasileiras. Verificados estes pontos: os fundamentos e pilares do mercado de capitais e, também, o que seria o dever de informação, o capítulo seguinte se

debruçará a responder a seguinte pergunta: **Quem são os responsáveis quando o dever de informação é descumprido?**

3 OS RESPONSÁVEIS PELA FALHA INFORMACIONAL

Este segundo capítulo se debruçará preponderantemente sobre a seguinte questão: quem são os legitimados a responder pela falha informacional no âmbito do mercado de capitais?

Antes de adentrar neste ponto, cumpre destacar alguns aspectos, os quais dizem respeito às premissas utilizadas. Assim, parte-se do pressuposto que houve a violação do dever de informar e, de igual modo, que se encontram presentes os requisitos da responsabilização civil.

Significa dizer que o trabalho não possui como objeto a verificação dos requisitos da responsabilidade civil nestes casos, ou seja, não se adentrará ao tipo de responsabilidade – se subjetiva ou objetiva – ou aos requisitos da responsabilidade civil: ato ilícito, culpa ou dolo, nexo de causalidade e dano experimentado²⁷.

O pano de fundo, portanto, é um passo anterior. Isto é, refere-se à análise dos legitimados para responder por esta falha informacional, sob a perspectiva de três atores: administradores, acionista controlador e a própria companhia, respectivamente abordados abaixo.

3.1 A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES PELA FALHA INFORMACIONAL

O comando legal previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações, doravante LSA) é diretamente centrado na figura do administrador. Tanto é assim que incumbe a ele, em primeiro lugar, “comunicar à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorridos nos seus negócios” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

A responsabilidade do administrador se encontra pautada no artigo 158 da LSA, o qual dispõe que o administrador não é pessoalmente responsável pela obrigação que contrair em nome da sociedade ou pela prática de ato regular de gestão, sendo, contudo, responsável civilmente pelos prejuízos que causar quando

²⁷ Para uma melhor análise neste ponto, verificar a Tese de Doutorado de Mariana Martins-Costa Ferreira, intitulado: “Responsabilidade civil pela falha informacional no mercado de valores mobiliários: pressuposto e análise crítica” (Ferreira, 2022).

proceder (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; e (ii) com violação da lei ou do estatuto (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Assim, “o sistema de responsabilidade dos administradores das companhias apresenta-se, juntamente com os deveres que lhes são impostos, como freio e contrapeso à liberdade de atuação e aos amplos poderes” (Campos, 2017, p. 869).

Sobre a primeira hipótese de responsabilidade dos administradores, note-se que se trata de atuação dentro das atribuições cotidianas dos administradores, mas que, com culpa ou dolo, acaba ocasionando danos a serem reparados.

Especificamente sobre o dever de informação, apresenta-se o seguinte exemplo. Como visto anteriormente, compete à diretoria da companhia, por imposição do artigo 176 da LSA, a elaboração da escrituração mercantil da companhia.

É através do referido documento que a companhia apresenta a sua situação econômica, financeira e patrimonial, bem como a distribuição de dividendos, destinação de reservas, prejuízos etc.

Este documento é de absoluta relevância para a tomada de decisões, seja internamente pelos acionistas, seja de forma externa, como a opção do investidor em comprar, vender ou manter determinados valores mobiliários.

Neste sentido, o artigo 134, §3º da LSA prevê que “a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976). Entretanto, a parte final desta disposição legal excepciona a regra de exoneração de responsabilidade, determinando que nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação, a diretoria não estaria isenta.

Esta disposição se amolda, portanto, à hipótese de responsabilidade dos administradores pela prática de atos de seu cotidiano – no caso, a elaboração das demonstrações financeiras – mas que causam danos a terceiros e a própria sociedade em razão de culpa ou dolo.

Justamente neste sentido, Martins (1978, p. 404) leciona que “a responsabilização da administração pode ocorrer mesmo quando os atos praticados por ele estejam dentro das suas atribuições outorgadas por Lei ou pelo estatuto”, desde que proceda com culpa ou dolo, na medida em que, nesta hipótese, o ato praticado é desvirtuado da finalidade exigida, o interesse social da própria companhia, nos termos já tratados anteriormente.

Por outro lado, Carvalhosa (2014, p. 521) pontua que “o administrador que atua dentro de suas atribuições regularmente exercidas não responde pelo insucesso da companhia”. Significa dizer que as obrigações assumidas pela administração da sociedade dizem respeito a obrigações de meio e não de resultado.

Por isso, a interpretação da responsabilidade civil do administrador deve passar por outro dever fiduciário, o dever de diligência. É a partir desta diligência esperada de quem exerce o cargo de administrador que o intérprete encontrará o equilíbrio entre a proibição de atos ilícitos (no sentido lato da palavra, englobando, portanto, o ato ilícito propriamente dito e o abuso de direito) e a irresponsabilidade completa dos órgãos administrativos (Campos, 2017).

Não por menos, a exposição de motivos da LSA expressamente consignou que as normas contidas na seção de “deveres e responsabilidades” dos administradores nada mais são que simples desdobramentos e exemplos do padrão de conduta destes diretores, qual seja: “o do homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” (Brasil, CVM, Exposição de Motivos nº 196, 1976).

Nota-se que a Lei nº 6.404/1976 estabeleceu, de um lado, um rigoroso sistema de responsabilidade do administrador, mas, do outro lado, também não pretendeu a criação de um regime de estrangulamento que limitaria a própria eficiência das companhias e, ao mesmo tempo, desencorajaria que pessoas sérias, honestas e responsáveis assumissem estes encargos (Campos, 2017).

Por esta razão, o §1º do artigo 158 da LSA assentou que “o administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Não há, em regra, solidariedade entre os administradores, na medida em que cada um dos diretores tem suas próprias funções, minuciosamente reguladas tanto pela LSA quanto pelo estatuto social da companhia. Esta independência entre os administradores faz com que cada qual responda pelos atos desempenhados em sua função (ou ao extrapolarem ela), razão pela qual a natureza da responsabilidade civil é por culpa própria (Eizirik *et al.*, 2019, p. 650).

A solidariedade entre os administradores – especificamente quanto às companhias abertas, objeto deste estudo – apenas ocorre quando (i) os demais administradores forem coniventes com a infração cometida, negligentes em descobri-las ou se, tendo conhecimento, deixam de agir para impedir a sua prática (§1º do artigo 158 da LSA); (ii) os administradores que, por disposição do estatuto, possuam a atribuição específica de dar cumprimento a determinados deveres legais (§3º do

artigo 158 da LSA); e (iii) quando o administrador, tendo conhecimento do descumprimento destes deveres legais pelo seu predecessor ou pelo administrador competente, deixa de comunicar este fato para a assembleia-geral (§4º do artigo 158 da LSA).

Estes deveres legais dizem respeito aos atos necessários para assegurar o funcionamento normal da companhia, inerente ao cargo de administrador, dentro da administração ordinária dos negócios da sociedade, quais sejam: convocação de assembleia geral, elaboração do relatório de administração, demonstrações financeiras, promoção do arquivamento, no Registro do Comércio, dos atos previstos em lei, cumprimento do dever de informar e assim por diante (Carvalhosa, 2014, p.524).

Portanto, a responsabilidade solidária é uma hipótese bem definida pelo ordenamento jurídico. Neste sentido, via de regra, se um administrador comete um ato faltoso, os demais não serão responsabilizados conjuntamente, salvo se estes sejam coniventes ou tenham negligenciado em descobrir o ato prejudicial ou, ainda, conhecedores do ato gravoso, não tenham tomado providências para coibi-lo. A Lei, assim, “exige uma participação direta ou indireta dos demais membros da administração” (Martins, 1978, p. 406).

Na medida em que o dever de informação é inerente a diversos atos praticados pela companhia, tal como na elaboração das demonstrações financeiras, no formulário de referência, nas informações publicadas trimestralmente, nos termos de posse dos administradores, nas assembleias gerais convocadas e assim por diante, a responsabilidade de cada administrador estará associada aos seus respectivos deveres legais.

Em outras palavras: a responsabilidade civil da administração é casuística, a depender da análise do caso concreto e da falha procedida pelo diretor da companhia.

O mesmo ocorre com a solidariedade dos demais administradores, sobretudo na perspectiva da hipótese do §1º do artigo 158 da LSA, isto é, quando os demais administradores forem coniventes com a infração cometida, negligentes em descobri-las ou se, tendo conhecimento, deixam de agir para impedir a sua prática.

Entretanto, em que pese as linhas gerais da responsabilidade dos administradores, um cargo se destaca quando se está diante do dever de informação: o Diretor de Relações com Investidores. A Resolução CVM nº 44, em seu artigo 3º, atribui a este administrador a obrigação de comunicar à Comissão de Valores

Mobiliários e aos mercados que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam negociados “qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

É através deste Diretor que as comunicações são formalizadas perante o mercado. Não por menos, o §1º do artigo 3º da Resolução CVM nº 44 determina que tanto os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quanto qualquer outro órgão de função técnica ou consultiva (criado 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” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

Na linha da solidariedade entre os administradores, anteriormente abordada, haverá a responsabilidade pela falha do dever de informação quando estas pessoas, que possuam conhecimento do ato ou fato relevante, constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores e deixem de comunicar este fato ou ato relevante à Comissão de Valores Mobiliários, conforme expressamente determinado pelo artigo 3º, §2º da referida Resolução.

E, ainda, tanto a Comissão de Valores Mobiliários quanto a bolsa de valores ou a entidade de mercado de balcão organizado em que os ativos mobiliários da companhia são negociados podem, “a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

Aliado ao dever de diligência do administrador, que determina que o “administrador deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”²⁸ (Campos, 2017, p. 799), cumpre ao Diretor de Relações de Investidores, quando constatada eventual oscilação atípica na cotação, no preço ou na quantidade negociada dos valores mobiliários da companhia ou, ainda, quando solicitados esclarecimentos adicionais sobre fato ou ato relevante, “inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com objetivo de averiguar se estas têm

²⁸ Conforme aponta o referido autor, “essa é a regra máxima da atividade dos administradores da companhia, o padrão de comportamento a que se refere a exposição de motivos e do qual se desdobram os demais deveres. É, em uma palavra, a ‘chave’ da responsabilização dos administradores” (Campos, 2017, p. 799).

conhecimento de informações que devam ser divulgadas”, nos termos do artigo 4º, *caput* e parágrafo único da Resolução CVM nº 44 (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

Trata-se, assim, do dever de investigar, inerente à diligência do administrador, o qual exige que o administrador não apenas tome uma decisão passiva ao receber as informações, mas sim passe a realizar um exame crítico delas para verificar a sua plenitude ou se podem causar danos à companhia, para fim de tomar as medidas cabíveis, seja na complementação destas informações, seja na possibilidade de evitar e/ou remediar os potenciais danos encontrados (Eizirik *et al.*, 2019).

Justamente em razão disso, a exceção à divulgação imediata da informação pelo Diretor de Relações com Investidores apenas é autorizada quando houver o entendimento que a sua relevância colocará em risco interesse legítimo da companhia, conforme artigo 157, §5º da Lei nº 6.404/1976 e artigo 6º da Resolução CVM nº 44/2021.

A análise da responsabilidade, novamente, é casuística e deverá levar em consideração **(i)** o contexto da informação na ocasião; **(ii)** o tipo de informação que não foi prestada; **(iii)** o que compreendia o legítimo interesse da companhia naquele momento; e **(iv)** se o administrador atuou dentro dos parâmetros do dever de diligência.

A Comissão de Valores Mobiliários já se posicionou sobre o tema. Na ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12594, em que houve a acusação em desfavor de Gunnar Gonzales Pimentel, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da companhia CCX Carvão da Colômbia S.A, a autarquia entendeu pela possibilidade de não se divulgar imediatamente ao mercado fato relevante relacionado à venda projetos de mineração da referida companhia:

[...] O sistema da lei societária é o do full disclosure, ou seja, o da total publicidade de atos e fatos que possam de qualquer forma afetar a tomada de decisão dos investidores sobre aquisição de valor mobiliário da companhia. Fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, nos termos do art. 2º da Instrução CVM n.º 358, de 2002, ou, nas palavras do Diretor Pedro Marcilio ditas no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928: ‘Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional’, e, ainda nas palavras do Diretor: “o que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer [...]’. 7. Como já me manifestei em outras oportunidades, é extremamente importante ao funcionamento regular e justo do mercado que as companhias abertas, na figura do Diretor de Relações

com Investidores, divulguem com clareza e presteza as informações que poderão sensibilizar a decisão dos investidores, atuais e potenciais. Por esse motivo, a CVM tem continuamente aprimorado a qualidade das informações que devem ser divulgadas, no atendimento ao princípio da ampla divulgação. A atuação do DRI é primordial para a preservação deste princípio, pois é nele que todos depositam a esperança de que a informação continuará a ser este bem valioso para o mercado. 8. Em relação aos fatos relevantes ainda não concluídos ou definitivos que envolvam processos de negociação, especialmente aqueles que mobilizem várias pessoas, e, portanto, propiciam maior risco de vazamento da informação, a divulgação das informações deve ser feita gradativamente, à medida que as tratativas ganhem concretude, mencionando as incertezas que cercam a operação. A divulgação deve ocorrer independentemente de existir consenso entre as partes, desde que pelo menos uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, conforme entendimento já consolidado desta Autarquia. 9. A exceção normativa à ampla divulgação de fatos relevantes encontra respaldo no caput do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, que dispõe: '[...] 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'. Tal exceção pode ocorrer, por exemplo, quando os administradores ou o acionista controlador julgarem que a divulgação do atual estágio das tratativas relacionadas aos negócios não concluídos ou não definitivos poderá causar prejuízo à própria companhia (Brasil, CVM, Processo Administrativo Sancionar nº RJ 2015/12594, 2016).

Na medida em que, como visto anteriormente, o regime jurídico não se presta a estrangular a atividade da administração da companhia, afastando os bons administradores, o artigo 158, inciso I e II da Lei nº 6.404/1976 estabeleceu as hipóteses em que os administradores seriam pessoalmente responsáveis, a saber: quando agirem dentro das suas atribuições ou poderes com culpa ou dolo ou, ainda, com violação da Lei ou do estatuto social.

Campinho (2025, p. 329) destaca que “a responsabilidade civil do administrador não diz respeito à responsabilidade contratual”, mas sim de um ilícito extracontratual advindo da violação de um dever legal que lhe é imposto. E, diante da expressa redação prevista no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, trata-se de uma responsabilidade do tipo clássica (subjativa).

Voltando-se à falha informacional, é preciso verificar, para fins de responsabilização, sobre qual tipo de lapso informacional se está diante. Como mencionado no início do presente trabalho, a falha informacional pode assumir diversos significados.

Justamente por isso, não se pode ter como certo que toda e qualquer falha acarretará na responsabilidade civil da administração, sobretudo em razão do volume do fluxo de informações recebidas pelo administrador no decorrer da atividade econômica desenvolvida pela companhia.

É preciso, em primeiro lugar, que a informação seja efetivamente relevante, de modo a influenciar na tomada de decisão pelo investidor e/ou na cotação dos valores mobiliários. Em um segundo momento, a ilicitude pode ser caracterizada a partir de uma omissão da administração, consistente em não realizar a divulgação de alguma informação relevante ao mercado, ou em um ato comissivo, em que o administrador agiu de forma voluntária e contrária ao ordenamento jurídico que lhe é imposto (Ferreira, 2022).

Absolutamente relevante a distinção entre o ato omissivo e comissivo do administrador, sobretudo para **(i)** coibir comportamentos oportunistas de investidores; e **(ii)** estimular o cargo de administração de companhias. Isso porque, quando se está diante de uma omissão culposa, “pode o administrador ser isentado de responsabilidade quando demonstrar que agiu com boa-fé, visando o interesse social da companhia” (Campinho, 2025, p. 329) no trato informacional, nos termos do artigo 159, §6º da Lei nº 6.404/1976²⁹. Neste ponto, é a diligência que deve pautar a interpretação da responsabilização da administração.

Isto não ocorre quando o ato praticado pelo administrador for comissivo, ou seja, intencionalmente deixar de prestar informação relevante ou prestar informação falsa. O ato comissivo possui o condão de fraudar o fluxo informativo, consistente na “representação falsa intencional sobre um ponto material e que causa um prejuízo a uma vítima” (Machado; Gartner, 2018).

Constatada a irregularidade cometida pelo administrador, nos termos acima propostos, abre-se a possibilidade da propositura de demanda em face do diretor a fim de recompor os prejuízos causados por ele.

Neste sentido, o artigo 159 da LSA prevê que compete à “companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

A hipótese prevista no *caput* do artigo 159 da LSA, acima mencionada, é classificada pela doutrina como ação social *ut universi*, “intentada diretamente pela companhia, visando, fundamentalmente, a restabelecer o equilíbrio interno da sociedade, com a reconstituição do seu patrimônio” (Eizirik *et al.*, 2019, p. 657).

²⁹ NDO: O artigo 159, §6º da Lei nº 6.404/1976 prevê a possibilidade do reconhecimento da exclusão da responsabilidade do administrado se o Juiz for “convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

O sujeito ativo da demanda prevista no *caput* do artigo 159 da LSA é a própria companhia e não o investidor individualmente. São os prejuízos causados à própria sociedade empresária que devem ser recompostos. É preciso, portanto, diferenciar a lesão causada ao investidor individual, do dano suportado pela companhia.

A interpretação do que seria “prejuízo” deve se dar de maneira ampla, não se tratando apenas de perdas materiais ou patrimoniais. Isto é: “o fato de não se ter materializado a lesão ou ofensa em prejuízo patrimonial não descaracteriza o dano e nem elimina a responsabilidade do administrado” (Carvalhosa, 2014, p. 567).

A deliberação sobre o ajuizamento da demanda em face do administrador deve ser tomada, em regra, em assembleia geral ordinária ou, “se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária”, nos termos do §1º do artigo 159 da LSA (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Deliberada pela propositura da demanda, a companhia possui o prazo de três meses para o ajuizamento da ação. Este marco temporal não diz respeito ao prazo prescricional ou decadencial do direito.

Após o decurso de três meses contados da deliberação, caso a demanda não seja proposta pela companhia, abre-se a possibilidade de qualquer acionista promover a ação em face do administrador, nos termos do artigo 159, §3º da LSA.

Por outro lado, caso a assembleia geral decida em não promover a respectiva demanda, a LSA em seu artigo 159, §4º prevê a possibilidade da propositura da demanda pelos acionistas que representem, pelo menos, 5% do capital social.

Estas duas hipóteses dizem respeito à ação social *ut singuli* e constitui “medida subsidiária à ação social *ut universi*; com efeito, o ajuizamento da ação pela própria companhia torna impossível o exercício da ação por parte dos minoritários” (Eizirik *et al.*, 2019, p. 665).

Trata-se de clara substituição processual, em que o acionista minoritário promove, em nome próprio, a demanda em favor da companhia. Tanto é assim que o §5º do artigo 159 da LSA prevê que “os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Por fim, o §7º do artigo 159 da LSA alberga expressamente o fato de que “a ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrado” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976). Esta é a chamada

“ação individual”, já que “o pedido dos atores não está relacionado a danos causados à sociedade, mas a eles próprios” (Eizirik *et al.*, 2019, p. 678).

Em não se tratando de demanda em que o polo ativo seria a própria companhia, o acionista ou terceiro não está limitado ao prazo de três meses previsto no §3º do artigo 159 da LSA, devendo apenas observar o prazo prescricional de três anos, nos termos do artigo 287, inciso II, alínea “b” da Lei nº 6.404/1976³⁰.

São estas as particularidades que devem ser analisadas, à luz do caso concreto, para a averiguação da responsabilidade do administrador pela falha informacional, o que leva à análise adiante dos atos praticados pelo acionista controlador.

3.2 A RESPONSABILIDADE CIVIL DO ACIONISTA CONTROLADOR PELA FALHA INFORMACIONAL

A averiguação da responsabilidade do acionista controlador em razão do descumprimento do dever de informação passa pelas seguintes etapas: **(i)** a definição do que seria o poder de controle e a figura que o exerce; **(ii)** os deveres impostos ao acionista controlador; **(iii)** as peculiaridades das companhias abertas no contexto brasileiro; e **(iv)** as modalidades de abuso deste poder de controle.

A figura do acionista controlador foi regulada pelo artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, incisos I e II, o qual estabeleceu que o controlador é a pessoa (natural ou jurídica) ou mesmo um grupo de pessoas vinculadas em razão de um acordo de acionista que sejam titulares “de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maior dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” e, cumulativamente, usem “efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Do conceito retirado acima, verifica-se que não necessariamente o controle societário da companhia está ligado à maior participação acionária no capital social da companhia.

³⁰ O artigo 287, inciso II, alínea b da LSA prevê que prescreve em três anos “a ação contra os fundadores, acionistas, administradores, liquidantes, fiscais ou sociedade de comando, para deles haver reparação civil por atos culposos ou dolosos, no caso de violação da lei, do estatuto ou da convenção de grupo, contado o prazo: [...]”. (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Na realidade, o poder de controle parte do pressuposto de um requisito objetivo, consistente na possibilidade de eleição da maioria dos administradores da companhia, o qual está intimamente ligado ao poder de voto do acionista e não necessariamente à participação no capital social, tendo em vista a possibilidade de criação de classe de ações ordinárias, nos termos do artigo 16 da Lei nº 6.404/1976³¹.

Cumulativamente, para a caracterização do poder de controle é preciso atender um segundo requisito, de cunho subjetivo. Trata-se do uso efetivo do referido poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos sociais da companhia.

Eizirik *et al.* (2019, p. 511) apontam que “a figura do acionista controlador é aquela que comanda, efetivamente, os negócios sociais, fazendo com que a sua vontade prevaleça”, definitivamente, nas deliberações assembleares e, ao mesmo tempo, elegendo a maioria dos administradores da companhia, ou seja, aquele quem utiliza o poder de controle para ditar os rumos da sociedade.

Como apontado pelos referidos autores, o exercício do poder de controle deve, ainda, ser permanente. Isto é: não basta que o acionista exerça o referido poder eventualmente, fazendo prevalecer a sua vontade em apenas algumas deliberações de assembleia geral. O seu exercício deve ser constante, quer seja no âmbito das assembleias, quer seja nos rumos dos negócios sociais.

Pedro Alves Lavacchini Ramunno, alicerçado no clássico trabalho de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, de nominado *The Modern Corporation and Private Property*, aponta que o controle:

- (i) [...] é um conceito amplo e configura uma situação de fato, que se traduz no *direcionamento das atividades da companhia*, ou seja, no *direcionamento das atividades sociais*;
- (ii) Uma vez que as decisões sociais, no contexto analisado por Berle e Means, são, em tese e primordialmente, determinadas pelo conselho de administração (*board of directors*), presume-se que o *controle* é exercido pelo indivíduo ou grupo de indivíduos titulares de direitos de voto que, pelo exercício de tais prerrogativas, determinam a escolha de ao menos a maioria dos membros do conselho de administração (*board of directors*);
- (iii) O *controle* pode igual e excepcionalmente ser exercido pelo indivíduo, ou grupo de indivíduos, que, não sendo acionista ou titular de direitos de

³¹ NDO: Normalmente, o poder de voto está ligado à participação societária do acionista no capital social da companhia, na medida em que a regra é que cada ação ordinária corresponde a 1 voto nas deliberações assembleares, nos termos do artigo 110 da Lei nº 6.404/76. Entretanto, existem outras modalidades do exercício do voto que não necessariamente implica na maior participação do capital social. É o caso, por exemplo, das chamadas “*golden shares*” (artigo 16, inciso III da Lei nº 6.404/76) ou mesmo da possibilidade de atribuição de voto plural (artigo 16, inciso IV da Lei nº 6.404/76) (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

acionistas, em especial do direito de voto, exerce influência determinante capaz de direcionar as atividades empresariais desenvolvidas pela companhia. Trata-se, assim, de situação diversa da mencionada no item (ii), acima, mas com consequência similar: o *direcionamento das atividades da companhia*.

(a *ownership*, referida por Berle e Means) das riquezas produtivas e o *controle* sobre a atividade empresarial desenvolvida pela companhia. Enquanto a primeira – propriedade das riquezas produtivas – é de titularidade da companhia e encerra as posições jurídicas elementares (ativas e passivas) em que ela figura, o segundo – *controle* – é uma situação de fato, podendo ser exercido tanto pelos acionistas, pela administração ou mesmo por terceiro estranho à estrutura interna organizativa da companhia, ou estrutura orgânica;

(v) E ainda, justifica-se a dissociação lógica, derivada das considerações de Berle e Means, entre a propriedade das ações representativas do capital social da companhia, detidas, via de regra, pelos acionistas, e o *controle* sobre a atividade empresarial desenvolvida pela companhia (Ramunno, 2017, p. 25-26).

A Comissão de Valores Mobiliários já pontuou que, para se estar diante da figura do acionista controlador, é necessário preencher ambos os requisitos previstos no artigo 116 da Lei nº 6.404/1976. Para o fim deste trabalho, destaca-se o Processo Administrativo nº RJ 2005/4069, no qual restou consignado que:

É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissa nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea 'a' do art. 116, embora preencha o da alínea 'b' (Brasil, CVM, Processo Administrativo nº RJ 2005/4069, 2006).

Assim como, de um lado, não se estaria presente a figura do acionista controlador para aquele sujeito que não possua uma participação votante relevante do capital social, do outro, exclui-se do conceito de acionista controlador “os titulares de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembleia Geral” (Lamy Filho; Pedreira, 2017, p. 592). É preciso a constância nas deliberações sociais da companhia ou, como diz a alínea b do artigo 116 da LSA, o poder de controle deve utilizado “efetivamente”.

Ou seja, “não basta, portanto, o simples poder de controle *in potentia*. É necessário que se tenha delineada a figura do controlador o exercício efetivo de tais poderes” (Abreu Filho, 1978, p. 249).

A posição jurídica de acionista controlador concede ao titular deste direito amplos poderes, sobretudo quando observada a competência privativa concedida pela Lei nº 6.44/1976 à assembleia geral.

Nos termos do artigo 122 da LSA, compete a este órgão social: **(i)** a reforma do estatuto; **(ii)** a eleição ou destituição, a qualquer tempo, de administradores e fiscais da companhia; **(iii)** a aprovação ou não das demonstrações financeiras apresentadas pelos administradores; **(iv)** a autorização para emissão de debêntures; **(v)** a suspensão do exercício dos direitos dos acionistas; **(vi)** a deliberação sobre a avaliação de bens para a formação do capital social; **(vii)** a autorização de emissão de partes beneficiárias; **(viii)** a deliberação sobre reorganizações societárias, tais como transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia; **(ix)** a autorização para a administração confessar falência ou pedir recuperação judicial; e **(x)** deliberar sobre transações com partes relacionadas, especificamente sobre a alienação ou contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% do valor dos ativos da companhia.

Trata-se do órgão de maior hierarquia dentro da companhia. Conforme o disposto nos artigos 122, 142 e 163 da Lei nº 6.404/1976, tem-se que a “Assembleia Geral exerce poder hierárquico sobre o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal, e o Conselho de Administração exerce poder sobre os diretores” (Lamy Filho; Pedreira, 2017, p. 585).

A hierarquia da assembleia geral é absolutamente relevante para verificar a responsabilidade do acionista controlador. Isso porque uma das características das sociedades por ação, no seu conceito como “*True Corporation*”, é a dispersão acionária. Entretanto, no contexto brasileiro, “embora o nível de concentração da propriedade tenha decrescido no Brasil na última década, a propriedade dispersa continua bastante rara” (Pargendler, 2021, p. 367).

Este ponto não passou despercebido por outros doutrinadores, por exemplo, Fábio Konder Comparato aponta que:

É preciso reconhecer que, desde o início dos anos 1980 ne com particular força no Brasil, o investimento acionário por parte de acionistas não majoritários vem também sofrendo tendência inversa, centrípeta. Na verdade, trata-se de um processo de criação de contratendência à enorme concentração de poder do controlador promovida pela política econômica e jurídica vigente no Brasil desde 1976. O evidente estímulo ao poder do controlador promovido pela lei societária de 1976 criou um compreensível temor em investidores-poupadores de atribuir seus valores às mãos de

‘administrador’ juridicamente tão poderoso. O sistema só sobrevive nos primeiros anos em razão do grande impulso desenvolvimentista vivido pelo Brasil nessa época, que criava um grande excedente de poupança interna. A partir das crises do final dos anos 70 e anos 80 a poupança popular refluí do mercado de capitais. Nos anos 90 esse processo se acentua ainda mais, aí já com mais graves efeitos sobre o mercado de capitais. O processo de abertura e globalização vivido a partir dessa época levou a uma verdadeira desnacionalização de nosso mercado de capitais, com fechamentos sucessivos de companhias abertas brasileiras seguidas de aumento de capital de suas controladoras estrangeiras. O resultado foi uma ulterior redução de liquidez do mercado e maior desestímulo ainda ao investimento da poupança popular. O resultado é hoje uma enorme concentração entre os acionistas minoritários, institucionais em sua maioria (fundos de investimento, pensão etc.) ou estratégicos (acionistas com algum interesse específico naquela área) (Comparato; Salomão Filho, 2014, p. 91-92).

Talvez a “fraude inocente” brasileira, na alcunha utilizada por Galbraith (2004), não seja a ilusão do poder concedido aos proprietários dos valores mobiliários, mas sim o exato oposto, ou seja, a ilusão da concessão de poderes à administração da companhia, sem qualquer interferência do acionista controlador.

E por que este contexto é relevante? A primeira razão é de cunho econômico, na medida em que estudos apontam que o valor de mercado é inversamente proporcional ao grau de concentração da propriedade acionária. A segunda razão é de cunho jurídico, eis que, no ordenamento jurídico brasileiro, com a propriedade acionária concentrada, não há separação de poderes entre os órgãos de administração e o acionista controlador (Salomão Filho, 2019).

Isso faz com que, na realidade, a sociedade por ações brasileira esqueça outra característica “universal”, que é a administração delegada. Em tese e nos termos da Lei nº 6.404/1976, mais especificamente a partir do seu artigo 140, a representação da companhia compete à administração.

Contudo, a concentração da propriedade acionária e, principalmente do poder de controle, aponta para a conclusão de que “a administração das S.A brasileiras, inclusive quanto às companhias abertas, não é tão delegada” (Pargendler, 2021, p. 370), tendo em vista essa forte influência do poder de controle sobre o conselho de administração e a diretoria, ainda mais quando é esta figura quem, por definição legal, elege e destitui os administradores.

Por temor de perderem seus cargos, em que pese a assunção de deveres fiduciários, tais como o dever de informação, “os conselhos reconhecem a credibilidade dessa ameaça e, por conseguinte, anuem com frequência às demandas dos acionistas” (Kraakman *et al.*, 2018, p. 122).

Esta concentração da propriedade acionária pode ser deletéria quando o enfoque diz respeito à relação jurídica com os demais acionistas, já que o controlador poderá atuar de forma a maximizar seus benefícios particulares (Konraht *et al.*, 2015) e, mais ainda, frente à administração não tão delegada.

Neste ponto, o triângulo da Fraude de Cressey toma corpo. De acordo com a teoria desenvolvida por Donald R. Cressey, para uma fraude ocorrer, é preciso três elementos: pressão, oportunidade e racionalização (Henrique *et al.*, 2022).

O elemento da pressão se origina sob duas perspectivas: uma de natureza pessoal ou profissional. Neste último caso, a pressão advém da necessidade do administrador em performar cada vez mais, “alcançando cada vez mais, as metas de desempenho fixadas pelos proprietários e propiciando a manutenção de sua ocupação atual” (Machado; Gartner, 2017, p. 112).

Medrado (2016, p. 34) aponta que a concentração da propriedade acionária ou, ainda, quando há cumulação de cargo na alta administração, “são características mais propensas para o cometimento de fraudes”.

No mesmo sentido, a Resolução NBC TA 240 (R1), que dispôs sobre a responsabilidade do auditor em relação a fraude, no contexto da auditoria de demonstrações contábeis, reconheceu que a existência de incentivos ou pressões sofridas pela administração, advindas de fontes externas ou mesmo internas da companhia, para que metas irreais sejam muitas vezes alcançadas é um forte indicativo para a ocorrência de fraudes no âmbito contábil, confirmando, em seu Apêndice 1, que um dos fatores de risco de fraude são as “expectativas de lucratividade ou nível de tendência de analistas de investimentos, investidores institucionais, credores significativos ou outras partes externas” (Brasil, CFC, Resolução NBC TA 240(R1), 2016).

Apenas a título exemplificativo, em carta encaminhada à Câmara dos Deputados, que investigou a fraude contábil ocorrida na empresa AMERICANAS S.A, o ex-CEO Miguel Gutierrez, apontado pelo Ministério Público Federal como um dos integrantes deste incidente, expôs a participação dos acionistas controladores na gestão da companhia e a cultura desenvolvida no âmbito das operações econômicas, influenciando o setor financeiro da sociedade³² (Brasil, DOCCPI nº 52, 2023).

³² NDO: cumpre ressaltar que o relatório final da CPI não apontou, até o momento, qualquer participação dos acionistas de referência, outrora controladores, nem mesmo se tem notícias sobre qualquer denúncia realizada pelo Ministério Público em desfavor destes. Para maiores informações

A influência do acionista controlador no desenvolvimento das atividades da companhia e, também, no desempenho da administração no cumprimento de seus deveres é o ponto nodal para a responsabilização do controlador juntamente com o administrador que, porventura, tenha cedido à pressão (ou incentivo) exercida e tenha descumprido com as suas incumbências fiduciárias, como o dever de informação.

Não é por menos que o artigo 117 da LSA determina que “o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Apresentando um rol exemplificativo, §1º do artigo 117 da LSA prevê que uma das modalidades do uso abusivo do poder de controle é, justamente, a indução ou a tentativa de induzir o “administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprimento seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Esta influência, nos termos propostos por Dias (2011), pode ser realizada através de ameaças, promessas de benefícios ou por qualquer outro meio indutivo.

Entretanto, a despeito dos seus interesses individuais e característicos de todos os acionistas, o controlador da companhia “deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976, parágrafo único, artigo 116), alcançando assim, o interesse social.

O conceito deste elemento encontra-se disposto no parágrafo único do artigo 116 da LSA e é a partir deste ecossistema que o acionista controlador deve utilizar o seu poder de controle.

O legislador de 1976 buscou criar um “sistema de proteção das minorias acionárias, baseado, entre outras coisas, na institucionalização dos poderes e deveres do sócio controlador e dos administradores” (Salomão Filho, 2019, p. 56-57).

Na medida em que a companhia é formada por diversos interesses, todos reconhecidos pelo parágrafo único do artigo 116 da LSA, tais como os interesses dos acionistas (majoritários ou minoritário), administradores, dos trabalhadores e da própria comunidade em que ela está inserida (aqui encontra-se o mercado,

sobre o relatório em questão, acessar: <https://www.camara.leg.br/noticias/1001771-cpi-da-americanas-conclui-trabalhos-sem-apontar> e <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/57a-legislatura/cpi-sobre-a-empresa-americanas-s-a>.

exemplificativamente), o interesse social se traduz na “melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade” (Salomão Filho, 2019, p. 65).

A grande dificuldade nestes casos reside na comprovação do exercício abusivo do poder de controle, pois este desvio de finalidade, sobretudo no âmbito societário, ocorre quando há um afastamento do espírito da lei, fazendo com que a análise do exercício abusivo se desloque para a definição do interesse social da companhia, em primeiro lugar, e, em um segundo momento, a verificação se este foi ou não cumprido (Comparato; Salomão Filho, 2014, p. 315-316).

Ainda diante do dever imposto ao acionista controlador, França e Tannous (2021), analisando o contexto contratual em que um negócio jurídico é firmado entre o controlador e a própria companhia, apontam que o ordenamento jurídico não exige que este acionista pratique um ato comissivo contra si próprio, em uma atitude altruísta, mas tão somente que ele adote determinados parâmetros de lealdade exigidos desta posição, tal como, por exemplo, naquela situação, abster-se de atuar ou influenciar a companhia na tomada de decisão quanto a questão posta.

Especificamente sobre a falha do dever de informação, esta pode ser encarada como uma forma de abuso do poder de controle, em que o acionista controlador busca assegurar seus interesses próprios. É, por exemplo, o que acontece quando há pressão do controlador para que a administração acabe, por vezes, fraudando as demonstrações financeiras da companhia.

Esta prática fará com que a cotação dos valores mobiliários da sociedade continue em um patamar elevado, quando, na realidade, o preço destes papéis não reflete o negociado.

Assim, o acionista controlador pode obter maiores vantagens da propriedade das suas ações a partir do exercício do poder do controle, o qual poderá ser efetivado de forma abusiva (Mota, 2022, p. 134).

Nestes casos, em que há o desvio de finalidade (ou melhor o desvio do interesse social a partir do exercício abusivo do poder de controle), o acionista controlador poderá ser responsabilizado pela falha informacional, juntamente com o administrador que descumpriu com o seu dever fiduciário.

3.3 A RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA PELA FALHA INFORMACIONAL

Para se auferir a (ir)responsabilidade da própria companhia frente à falha informacional e ao prejuízo causado ao investidor é preciso, inicialmente, questionar no que efetivamente consiste em uma pessoa jurídica.

Como aponta Gonçalves (2024, p. 43), ao falar em pessoa jurídica, “diversos sentidos semânticos podem ser utilizados”, dentre eles, cinco se destacam para descrever a generalidade da pessoa jurídica: **(i)** pessoa-imputação; **(ii)** pessoa-personalidade jurídica; **(iii)** pessoa-capacidade jurídica; **(iv)** pessoa-organização; e **(v)** pessoa-responsabilidade.

Prossegue o referido autor que o **primeiro sentido** corresponde ao ato de personificar, justificando que determinadas condutas não são atribuídas à pessoa natural, mas sim à própria estrutura jurídica personificada, no caso, a companhia. Corolário com a própria noção de imputação, o **segundo sentido** de personalidade jurídica encontra-se associado ao fato de que esta realidade é suscetível de direitos e obrigações.

O **terceiro sentido** linguístico apreendido pelo autor consiste no fato de que as associações adquirem capacidade jurídica com o seu registro, isto é, a afirmação de que determinada associação era ou não uma pessoa jurídica correspondia a afirmar que esta figura possuía ou não capacidade jurídica, esta parece ser o sentido empregado no artigo 45 do Código Civil (CC), que dispõe que “começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro” (Brasil, Lei nº 10.406, 2002).

O **quarto sentido** apresentado – pessoa-organização – representa a ideia de que à pessoa jurídica corresponde um modo de atuação no comércio jurídico, com a mediação entre a realidade da pessoa natural individual e a estrutura jurídica coletiva e comum, bem como a um modo de realização do Direito, que, como aponta Menezes Cordeiro, corresponderia a um regime jurídico – dirigida a pessoas humanas – com aplicação de modo coletivo. Por fim, a pessoa-responsabilidade estaria ligada a existência de um patrimônio de afetação autônomo, que corresponderia às dívidas e obrigações da própria pessoa jurídica, associado, portanto, à própria noção de

responsabilidade limitada atualmente prevista logo no artigo 1º da Lei nº 6.404/1976³³ (Gonçalves, 2024, p. 43-49).

Para a pesquisa, a grande importância encontra-se no sentido linguístico de pessoa-imputação e pessoa-personalidade jurídica. Neste sentido, a teoria do realismo organicista desenvolvida por Gierke (*apud* Salomão Filho, 2019, p. 318) é absolutamente fundamental, na medida em que é “consequência direta da afirmação da vontade da própria sociedade”.

O realismo organicista, com o seu engenhoso artifício argumentativo de que a pessoa jurídica é um organismo social, correspondente a uma estrutura social, com realidade própria, tornou a referida teoria funcional, “com ampla capacidade explicativa da realidade operacional das pessoas jurídicas, mas desprovida da dimensão ideológico-valorativa com que se desenvolveu” (Gonçalves, 2024, p. 314).

O reconhecimento de um ente diverso (companhia) dos seus titulares (acionistas), a partir de uma realidade social pré-existente, é o que faz com que a pessoa jurídica possua manifestação de vontade própria, direitos e obrigações próprios, não se confundindo com a vontade individual de seus acionistas ou mesmo daqueles investidos no cargo de administração.

No âmbito do Código Civil brasileiro, ainda que tratando do sentido linguístico de pessoa-responsabilidade, o artigo 49-A, incluído pela Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), positivou esta separação entre o ente jurídico e seus titulares, estabelecendo que “a pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores”.

O reconhecimento de uma vontade própria da pessoa jurídica, atualmente, é indiscutível. E isso ocorre na medida em que o funcionamento da companhia é realizado através de seus órgãos sociais.

Este conceito de “órgão” e de “organização”, proveniente da biologia (no sentido de conjunto de células, tecidos e órgãos integrados), é transmutado ao direito societário para designar, respectivamente, o subconjunto de papéis que são desempenhados no sistema de ação coletiva (sociedade) (Pedreira; Lamy Filho, 2017,

³³ O art. 1º da Lei nº 6.404/1976, determinada, de plano, a responsabilidade limitada dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas. Diz o referido diploma normativo: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

p. 563). Trata-se, assim, da influência da já mencionada teoria do realismo organicista, desenvolvida por Gierke.

Saber no que consiste o processo de formação da vontade da companhia é trabalho atribuído à teoria institucionalista, positivada no parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, que determina que o interesse social consiste no interesse dos “acionistas da empresa, os que nela trabalham e [...] a comunidade em que atua” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

A partir disso, assevera-se que:

Diante do seu caráter institucional e do interesse do público investidor envolvido, a companhia aberta é considerada uma organização, com diversos centros de imputação de poderes-deveres, que formam a vontade da sociedade e a representam. Esta vontade social é, em particular, manifestada pelos órgãos administrativos e representativos da pessoa jurídica, de modo que os atos deles são os próprios atos da companhia.

Esta relação orgânica decorre da própria Lei, que investe aos membros dos órgãos administrativos – encarregados de gerir a companhia e representá-la perante acionistas e terceiros – do poder-dever de agir em nome dela e de vinculá-la aos seus atos (Carvalhosa, 2018, p. 29).

Diferenciando os problemas inerentes à empresa e à sociedade por ações, destaca-se que a sociedade por ações, além dos clássicos problemas inerentes à empresa, é fonte de outros conflitos, tais como “a oferta e circulação dos títulos que coloca no mercado; a transparência, que exige da administração para proteção de terceiros, sócios ou credores, o funcionamento das Bolsas de Valores” (Lamy Filho, 2007, p. 217), dentre outros.

O reconhecimento de uma vontade própria é pressuposto básico para perquirir o caminho da verificação ou não da responsabilidade civil da companhia frente aos atos praticados por estes órgãos sociais, sejam eles atos lícitos ou mesmo ilícitos.

A partir disso, o artigo 47 do Código Civil estabelece esta relação de obrigação da companhia em razão dos atos praticados por seus órgãos sociais, prevendo que “obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo” (Brasil, Lei nº 10.406, 2002).

Especificamente no âmbito da Lei nº 6.404/1976, o já abordado artigo 158 aponta que “o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Então, neste ponto, é preciso indagar se a relação jurídica dos órgãos sociais, quer sejam aqueles inerentes à administração companhia, quer sejam aqueles que digam respeito às deliberações sociedade, trata-se de uma relação de representação ou outro tipo de feixe jurídico.

O instituto da representação, por sua vez, consiste, nos termos do artigo 115 do Código Civil, na concessão de poderes de representação através de lei ou pela parte interessado.

Nela há uma substituição da manifestação da vontade, ou seja, o representante – titular dos poderes de representação – é quem declarada a vontade, em nome do representado, o qual suportará as consequências tanto econômicas quanto jurídicas desta declaração (Rizzardo, 2015, p. 525).

Nos dizeres do artigo 116 do Código Civil, “a manifestação de vontade pelo representante, nos limites de seus poderes, produz efeitos em relação ao representado” (Brasil, Lei nº 10.406, 2002).

Tendo em vista ser inerente à representação a substituição da manifestação da vontade, as deliberações tomadas pelos órgãos sociais não podem ser resumidas a mera representação da pessoa jurídica por seus administradores.

No caso, não há uma substituição da declaração de vontade pelo seu representante. Ou seja, não é o órgão social, através de seus constituídos, quem manifesta a sua vontade e obriga a companhia em clara relação de representação. É a pessoa jurídica quem manifesta a sua própria vontade, a partir da concepção da teoria do realismo organicista.

Neste caso, é mais adequado falar-se em apresentação, na alcunha de Pontes de Miranda (2000). Assim, este poder, que o órgão social detém, é proveniente da própria capacidade da pessoa jurídica. Absolutamente relevante, portanto, as advertências realizadas sobre este ponto:

Ora, o que a vida nos apresenta é exatamente a atividade das pessoas jurídicas *através de seus órgãos*: os atos são seus, praticados por pessoas físicas. Aquela concepção, romanística, foi ultrapassada. Os atos dos órgãos, que se não confundem com os dos mandatários das pessoas jurídicas, são atos das próprias pessoas jurídicas: têm elas vontade, que se exprime (Pontes de Miranda, 2000, p. 483).

No mesmo sentido:

Valha também a observação – o administrador não é um ‘representante’ da sociedade, um mandatário, sujeito às penas do desempenho infiel dos poderes que lhe tenham sido outorgados: ele é um ‘órgão’, é a própria sociedade, em ação, ou, na expressão de Pontes de Miranda, ele não representa a sociedade, ele a ‘presenta’ (Lamy Filho, 2007, p. 412).

Em suma, “o direito contemporâneo assentou, como decorrente da própria concepção das pessoas jurídicas, que respondem elas pelos atos dos seus órgãos. São atos seus” (Pontes de Miranda, 2000, p. 486).

A questão se coloca se a companhia pode ser responsabilizada em razão da prática de um ato ilícito de seu administrador. Isso porque, a princípio, o artigo 158 prevê a hipótese de ausência de responsabilidade do administrador para aquelas obrigações contraídas pela companhia em virtude de ato regular de sua gestão.

A problemática ganha corpo ao se indagar se a companhia seria responsável por aqueles atos em que o administrador pratica em extrapolação dos poderes conferidos pelo estatuto ou mesmo em virtude de violação da lei.

Isto é: poderia este ato ilícito ser considerado uma manifestação de vontade da própria companhia com a aplicação do instituto da “apresentação”?

Em sentido negativo ao questionamento acima realizado, encontra-se o problema de “circularidade”, já que ao fim, quem pagaria a “conta” da responsabilização da companhia seriam os próprios acionistas (Ferreira, 2022).

Endereçando a problemática em questão, Mariana Martins-Costa Ferreira discorre acerca das funções que a responsabilidade civil desempenha (reparatória, punitiva e dissuasória), além de apontar que nem sempre os titulares da demanda indenizatória continuariam exercendo a posição acionária antes da falha informacional ocorrida. O problema da circularização seria superado – para além dos pontos mencionados – pelo fato simples fato de que o patrimônio social não é de titularidade dos acionistas, mas sim da própria companhia. Ou seja: no âmbito de uma relação jurídica entre acionista e a companhia, “a redução do patrimônio social pelo pagamento das indenizações somente poderia refletir indiretamente no patrimônio do acionista pela desvalorização do preço das ações” (Ferreira, 2022, p. 386).

A afirmação feita pela referida autora parece correta, principalmente no que se refere à separação patrimonial existente entre acionista e companhia. O artigo 49-A, *caput* do Código Civil aponta a distinção entre as duas figuras, de modo que “a pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores” (Brasil, Lei nº 10.406, 2002). Mais do que isso, o parágrafo único

deste mesmo diploma legal expressamente reconhece a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas e, assim, privilegia este instrumento lícito.

A alteração trazida pela Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), retomou o sentido do artigo 20 do Código Civil de 1916, que previa a distinção das pessoas jurídicas de seus membros. Assim como a pessoa jurídica não se confunde com seus sócios e acionistas, o seu patrimônio também é segregado, não se confundindo entre si (Leonardo; Rodrigues Jr., 2019).

Portanto, o problema da circularidade é endereçado em razão da própria autonomia patrimonial concedida e reconhecida à pessoa jurídica. Trata-se de uma perspectiva funcional da figura da pessoa jurídica, ou seja, de uma construção dogmática a partir da sua utilidade e qualidade essencial do seu objeto, a qual acarreta a distinção entre sócios, acionistas e sociedade, bem como o reconhecimento da pessoa jurídica como parte nos negócios jurídicos e que pode ser demandar e ser demandada³⁴ (Gonçalves, 2024).

Afirma-se, então, que quando há o pagamento de determinada indenização, seja qual for o fato gerador dela, quem possui o decréscimo patrimonial é a própria companhia e não seus acionistas. Tal lógica, de igual forma, aplica-se às hipóteses para eventual demanda indenizatória movida por investidores em face de uma falha informacional no âmbito do mercado de capitais.

Em uma perspectiva de análise econômica, Merciuikaityte *et al.* (2006 *apud* Ferreira, 2022) analisaram as companhias abertas que foram condenadas por falhas informacionais e outros ilícitos no mercado de capitais americano, constando que ao longo prazo, estas condenações não impactaram – de forma relevante – no preço dos valores mobiliários detidos pelos acionistas.

Do mesmo modo, cabe lembrar que, como visto, a pessoa jurídica, além de possuir patrimônio próprio, possui vontade própria e, assim, é ela quem manifesta, em clara relação de apresentação, a sua vontade quando externaliza os comunicados ao mercado.

Ainda que o dever fiduciário seja a cargo do administrador, aplica-se à hipótese a Teoria da Aparência. Quando o terceiro prejudicado (neste ponto, o

³⁴ NDO: verifica-se a segregação patrimonial a partir da personificação da sociedade quando o artigo 988 do Código Civil trata das sociedades não personificadas, em que “os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum” (Brasil, Lei nº 10.406, 2002).

acionista minoritário também deve ser considerado como um “terceiro”) estiver abarcado pela boa-fé, há a exceção da aplicação da Teoria *Ultra Vires Societatis*, cuja aplicação isentaria de responsabilidade a companhia, responsabilizando-se apenas o administrador que teria praticado o ato ilícito (a qual, atualmente, encontra-se revogada em razão da edição da Lei de Liberdade Econômica). Nestes casos, “a companhia responderia pelos atos que teriam sido praticados sob legalidade aparente” (Negrão, 2023, p.145).

Eizirk *et al.* (2019) apontam que a partir da verificação de que, em certas situações, a atribuição de responsabilidade apenas ao administrador acabaria inviabilizando a obtenção da indenização pelo lesado – ao passo em que este não teria patrimônio suficiente para suportar o ônus financeiro, por exemplo – a jurisprudência, com o fundamento na Teoria da Aparência, tem admitido a possibilidade de a companhia responder pelos atos *ultra vires* praticados por seus administradores e/ou órgãos sociais.

Na jurisprudência recente, o Superior Tribunal de Justiça, em 12/03/2024, entendeu que:

[..]

Importa referir que deflui dos atos *ultra vires societatis* a impossibilidade de imputação à sociedade empresária dos atos praticados pelo administrador que não observar o objeto social circunscrito em seus atos constitutivos, implicando a irresponsabilidade da sociedade perante terceiros.

O amálgama dos dispositivos legais referidos pela recorrente relaciona-se mais diretamente com a responsabilidade dos administradores diante da própria companhia (interna corporis) do que com os efeitos dos negócios e a vinculação da sociedade perante terceiros contratantes, notadamente os artigos da LSA, à exceção do art. 1.015 do CC/2002, cujo parágrafo único previa a aplicação da teoria dos atos *ultra vires* às sociedades simples, mas que foi revogado pela Lei n. 14.195/2021.

Uma questão é a eventual prática de atos que transcendam o objeto social da companhia e que podem implicar responsabilização dos administradores, outra são os efeitos vinculantes ou não destes mesmos atos perante terceiros.

A Lei das Sociedades Anônimas não adotava a teoria dos atos *ultra vires societatis*, de forma a preservar o tráfico jurídico e a boa-fé de terceiros que estabelecem relações com a sociedade. Tal teoria, que vem sendo abandonada no direito estrangeiro, foi incorporada ao nosso ordenamento pelo novo Código Civil, mas posteriormente revogada pela Lei n. 14.195/2021 (Brasil, STJ, REsp nº 1.802.569/MT, 2024).

Por isso que, a depender do caso concreto, a conclusão será pela responsabilização exclusiva da companhia, que ocorre quando os atos de seus administradores forem praticados como gestão regular dos negócios sociais, ou

responsabilização solidária entre o administrador e a companhia para os atos praticados em violação legal ou do estatuto (Wald, 2018).

Pontes de Miranda (2000, p. 489-490) também endereçou esta questão, concluindo que:

Se o órgão não se mantém nos limites do seu poder de representação, mas é *por ele* que causa o dano, negocial ou extrajudicialmente, a responsabilidade existe (e.g., dano causado pela autoridade pública que excede os seus poderes). O ato, ou omissão, pode ser causado pelo órgão, não só por ocasião da função, como também por *tem a função* [...] Não é preciso, por conseguinte, que o ato ou omissão esteja dentro dos limites dos poderes do órgão. Ainda que tenha havido dolo desse [...] A responsabilidade da pessoa jurídica pelos atos ilícitos do órgão é pelo ato desses. [...] a pessoa jurídica é responsável como a pessoa física o seria por ato do seu braço, do seu pé, ou da sua boca [...]. Se o ato é do órgão e causou dano, contrariando direito, responde a pessoa jurídica.

A fundamentação legal para a restituição dos danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, para além dos dispositivos normativos da Lei nº 6.404/1976 e do Código Civil, já abordados anteriormente, encontra-se também na Lei nº 7.913/1989.

Referida norma legal determina, logo em seu artigo 1º, que, sem prejuízo da ação de indenização individual pelo prejudicado (neste caso, o prejudicado é a figura do investidor, consistente no acionista minoritário), o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, devem adotar as medidas judiciais necessárias tanto para prever a ocorrência de danos quanto para obter o ressarcimento pelos prejuízos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrem de “omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa” (Brasil, Lei nº 7.913, 1989), nos termos do inciso III do mencionado artigo.

É a partir deste diploma normativo que o ordenamento jurídico brasileiro reconhece a legitimidade para o investidor, individualmente, propor a respectiva demanda indenizatória em face da companhia.

Nesta perspectiva, destaca-se que o artigo 1º da Lei nº 7.913/1989 foi alterado pela Lei nº 14.195/2021, proveniente da Medida Provisória nº 1.040/2021, que buscou uma melhora no ambiente de negócios no Brasil de maneira a impactar a posição que o país ocupava na classificação do relatório *Doing Business* do Banco Mundial, nos

termos da Exposição de Motivos nº 49/2021 (Brasil, Exposição de Motivos nº 49, 2021).

A manutenção da possibilidade do ajuizamento da demanda individual pelo investidor é, portanto, uma escolha do Poder Legislativo, levando-se em consideração a política pública de fortalecimento do mercado de capitais.

Não por menos, a Exposição de Motivos em questão foi expressa ao mencionar que a proposta também se direcionava aos “aperfeiçoamentos legais com o condão de melhorar a posição do Brasil no indicador ‘Proteção aos Investidores Minoritários’ do relatório *Doing Business*” (Brasil, Exposição de Motivos nº 49, 2021).

De acordo com o Relatório Executivo “Projeto *Doing Business*” divulgado pela Diretoria de Modernização do Ambiente de Negócios, em fevereiro de 2022, a edição da Lei nº 14.195/2021, que alterou o artigo 1º da Lei nº 7.913/1989, mantendo a possibilidade da propositura da demanda individual pelo investidor, dentre outras alterações realizadas na regulamentação do mercado de capitais³⁵, “foram consideradas no *Update Review* de 2020 e [...], aperfeiçoam o ambiente de negócios do Brasil, e com acréscimo de 30 pontos ao tema e passaríamos de 61ª para 1ª” (Brasil, Relatório Executivo..., 2022).

Não sem sentido, Moreira (2018, p. 315) afirma que “a ação prevista na Lei 7.913/89 integra um conjunto de medidas destinadas a defender o mercado com vistas a levá-lo às melhores práticas”.

Portanto, note-se a importância para a defesa do investidor a possibilidade da propositura da demanda individual, sobretudo em razão dos quóruns previstos na Lei nº 6.404/1976 para o ajuizamento da ação *ut singuli* e *ut universi*, tratadas anteriormente, abrindo-se mais uma possibilidade de ressarcimento dos prejuízos causados, através da responsabilização da própria companhia emitente dos valores mobiliários negociados.

Com efeito, sinteticamente ao até aqui tratado, Leães (2018) conclui que a efetivação do prejuízo vivenciado pelo investidor é consequência necessária do ato ilícito praticado pelo administrador, o qual agiu em nome e por conta da companhia em verdadeira apresentação. Este dano, em razão da sistemática inerente do mercado

³⁵ NDO: algumas alterações podem ser citadas como, por exemplo, a edição da Resolução CVM nº 59, que alterou o regime informacional dos emissores de valores mobiliários, bem como a alteração promovida na Lei nº 6.404/1976 relativamente aos prazos para envio do relatório detalhado da assembleia geral de acionistas, dentre outras mudanças legislativas.

de capitais se efetiva apenas quando há a venda do valor mobiliário depreciado. É neste momento em que há a realização do prejuízo indenizável, de modo que se o investidor não toma esta decisão, não há como se verificar o dano ocorrido, já que, com o tempo, diversos fatores podem levar para a valorização ou desvalorização do papel, afastando-se, neste caso, o próprio nexo causal.

Com estes requisitos demonstrados – ato ilícito, nexo de causalidade e dano experimentado – pode o investidor demandar tanto a companhia quanto o administrador, sendo que “a primeira terá direito de regresso em desfavor do segundo” (Leães, 2018, p. 68).

Visto as pessoas responsáveis, no caso, o administrador, o acionista controlador e a própria companhia, pelo dano causado ao investidor em razão da falha informacional, passa-se à análise da jurisprudência acerca da matéria.

4 O TEMA NA JURISPRUDÊNCIA: ANÁLISE QUANTITATIVA DA RESPONSABILIDADE CIVIL EM RAZÃO DA FALHA DO DEVER DE INFORMAR

O terceiro capítulo desta Dissertação se destina a analisar a responsabilidade civil em razão da falha do dever de informar no âmbito da jurisprudência brasileira, com a finalidade de entender como o Poder Judiciário se posiciona sobre o ressarcimento dos danos ocasionados aos investidores e quais são os seus desafios.

Destaca-se que se trata de uma análise quantitativa, ou seja, limitar-se-á a constatar a existência ou não de casos julgados pelos Tribunais de Justiça (TJ), Tribunais Regionais Federais (TRF), Superior Tribunal de Justiça (STJ) e Supremo Tribunal Federal (STF) sobre a matéria.

Consequentemente, não é escopo do trabalho a análise qualitativa das decisões proferidas, isto é, o acerto ou não da solução dada ao caso concreto na ocasião.

A pesquisa jurisprudencial foi realizada no âmbito de todos os Tribunais de Justiça e Tribunais Regionais Federais brasileiros, bem como no Superior Tribunal de Justiça e no Supremo Tribunal Federal, de modo a conceder à presente pesquisa um panorama geral do tema em todo território nacional e não apenas localizado em uma determinada região do país.

Ainda, o recorte temporal da pesquisa realizada é de 2009 em diante. E há duas razões para a escolha deste marco. A primeira delas se refere à Instrução Normativa CVM nº 480.

Referida Instrução foi editada em 07/12/2009 e dispôs sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

De acordo com o edital de Audiência Pública nº 07/08, o objetivo da Instrução Normativa CVM nº 480 foi de consolidar a matéria acerca do registro de emissores de valores mobiliários e da prestação de informações periódicas e eventuais que estão sujeitos, na medida em que o tema se encontrava disperso nas mais variadas instruções normativas editadas até aquela ocasião (Brasil, CVM, Audiência Pública SDM nº 07/08, 2009).

O modelo proposto tinha como base o chamado - nos termos da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) - de *shelf registration system*, que vigora até os dias de hoje, sob a tutela das Resoluções CVM nº 80/2022 e nº 160/2022,

analisadas no primeiro capítulo (mais especificamente no item 2.1.2). Assim, constou expressamente no referido edital que:

De acordo com esse modelo, todas as informações referentes ao emissor, tais como, atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos operações com partes relacionadas, são reunidas em um único documento que a IOSCO chama de 'shelf document'. Esse documento deve ser arquivado junto ao órgão regulador e ser atualizado regularmente. Ao realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar, relativamente curto, que a IOSCO chama de 'offering note'. O 'offering note' contém informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. O conjunto desses dois documentos – 'shelf document' e 'offering note' – fornece ao investidor todas as informações de um prospecto convencional. Segundo a IOSCO, 'shelf registration systems' similares ao descrito acima já existem na Bélgica, França, Itália, Espanha, Inglaterra e Japão. Esse sistema também é similar ao que a Securities and Exchange Commission – SEC, órgão regulador americano, chama de 'short-form registration system' que pode ser utilizado por emissores habituais que satisfaçam certos requisitos baseados em liquidez e tipo de oferta [...]. Esse sistema beneficia também o investidor. Isto porque, o investidor aprenderá a lidar com o Formulário de Referência e consultá-lo quando necessário. O investidor aprenderá a divisão que este modelo propõe e saberá onde procurar por informações de caráter geral sobre o emissor e onde procurar por informações relativas a uma determinada emissão. Assim, quando o investidor receber o documento sobre a emissão poderá se ater aos pontos que são relevantes em relação àquela emissão específica, tendo em vista que a maior parte das informações já estavam disponíveis em bases permanentes, no caso dos emissores já registrados. Mesmo em relação a novos emissores, o conhecimento da estrutura dos Formulários de Referência pelos investidores poderá facilitar seu trabalho de análise diante de uma oferta inicial (Brasil, CVM, Audiência Pública SDM nº 07/08, 2009).

Na medida em que este é o modelo que vigora até a atualidade, o recorte temporal da pesquisa a partir do ano de 2009 é pertinente, pois demonstrará a forma com que tal paradigma impactou a quantidade de decisões judiciais acerca da matéria.

O segundo motivo para a escolha deste marco se refere ao sistema de pesquisa utilizado. Trata-se da solução jurídica concedida pela LEX Editora e diz respeito a um sistema de pesquisas *online* do conteúdo jurisprudencial, que concentra e facilita a busca de acordo com os parâmetros concedidos em apenas um local, facilitando, por exemplo, a busca de decisões em todos os Tribunais de Justiça e Tribunais Regionais Federais brasileiros, que são o escopo deste trabalho de investigação.

Na medida em que a pesquisa científica – para ser considerada ciência – necessita de credibilidade, o recorte temporal em questão foi escolhido em razão deste ponto.

Isso porque a ferramenta, que se chama Magister Net, foi reconhecida como repositório atualizado *online* do Supremo Tribunal Federal (STF) nº 41/2009, do Superior Tribunal de Justiça (STJ) nº 67/2008 e do Tribunal Superior do Trabalho (TST) nº 35/2009.

No âmbito do Supremo Tribunal Federal, o reconhecimento como repositório autorizado se deu por meio do Diário da Justiça Eletrônico (DJE) de 24 de junho de 2009, página 01, Processo nº 335191, conforme a tabela abaixo, disponibilizada pelo STF:

Figura 1 – Repositório *online* do STF

Nome da Revista	Sigla	Registro	Editora	Publicação no DJ	Processos	Observação
LEX – Jurisprudência dos Tribunais de Alçada Cível de São Paulo	LEXJTACSP	20/91	Lex Editora	Diário da Justiça, 11 set. 1991, p. 12316	328797	registro cancelado, Diário da Justiça Eletrônico, 11 out. 2007, p. 1
LEX – Jurisprudência do STF	LEXSTF	11/85	Lex Editora	Diário da Justiça, 2 dez. 1985, p. 22117		
LEX – Jurisprudência do STF – versão digital (CD-Rom)	LEXSTF-CD	011 CD-02	Lex Editora	Diário da Justiça, 25 maio 1999, p. 1	307941	
Magister Net	MAG-INT	041 INT-09	Magister	Diário da Justiça Eletrônico, 24 jun. 2009, p. 1	335191	

Fonte: Brasil, STF, Repositório de jurisprudência... (2025).

Já no plano do Superior Tribunal de Justiça, o reconhecimento como repositório autorizado ocorreu através da Portaria nº 7, publicada no Diário da Justiça Eletrônico no dia 17/12/2008:

Figura 2 – Repositório *online* do STJ

67	MAGISTER NET	Página em Portal na Rede Mundial de Computadores "editoramagister.com" - editado pela Editora Magister Ltda.	Fábio da Fonseca Paixão Diretor-Executivo Alameda Coelho Neto, n. 20, Sala 302 - Boa Vista Porto Alegre - RS CEP: 91340-250 Fone: (051) 4009-6160 E-mail: fabio@editoramagister.com	X		Portaria n. 7	15.12.2008	17.12.2008
----	--------------	--	---	---	--	---------------	------------	------------

Fonte: Brasil, STJ, Repositórios (2008).

Ainda, cabe ressaltar que o escopo do presente trabalho diz respeito ao ajuizamento de ações indenizatórias pelo investidor/acionista minoritário em face dos administradores, acionistas controladores e a própria companhia.

Portanto, não serão consideradas decisões proferidas no âmbito de processos administrativos sancionadores promovidos pela Comissão de Valores Mobiliários e suas respectivas ações anulatórias. Nem mesmo demandas promovidas pelos investidores em face de outros atores do mercado de capitais, tais como corretoras, instituições financeiras custodiantes e assim por diante, assim como decisões relativas às companhias fechadas, que não são objeto da pesquisa.

A partir dos parâmetros acima delineados³⁶, colheu-se os seguintes resultados:

a) Caso Grupo Real

Trata-se de demanda indenizatória ajuizada por ASA ADMINISTRADORA DE BENS LTDA e outros em face de BANCO SANTANDER BRASIL S.A., autuado sob o nº 9247433-87.2005.8.26.0000, na comarca de São Paulo/SP. Todas as informações foram retiradas do voto proferido no âmbito do Superior Tribunal de Justiça.

De acordo com as informações retiradas dos autos, o BANCO SANTANDER BRASIL S.A seria sucessor do BANCO ABN AMRO REAL S.A, o qual teria praticado operações em bolsa de valores com informações privilegiadas e ocultadas do público investidor, relacionadas à aquisição do controle do Grupo Real, causando prejuízos aos autores da demanda, tendo em vista a aquisição dos valores mobiliários de sua titularidade nas companhias REAL HOLGIND PARTICIPAÇÕES S.A, REALPAR PARTICIPAÇÕES S.A e BANCO REAL S.A, por “um preço manipulado, abaixo do preço normal de mercado que seria estabelecido com a divulgação das informações sonegadas” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 1).

³⁶ A pesquisa ocorreu na primeira semana de 2025, ou seja, do dia 01.01 até 10.01. As palavras-chave utilizadas para a pesquisa foram as seguintes: “informação + companhia aberta”; “informação falsa + S.A”; “dever informar + companhia aberta”; “informação + responsabilidade + companhia aberta”; “dever informacional + companhia aberta”; “informação + cvm+ companhia aberta”; “falha + dever informar + mercado capitais”; “falha + dever informar + valores mobiliários”; “falha + informação + valores mobiliários”; “administrador + informação + companhia aberta”; “deveres fiduciários + informação + companhia aberta”; “deveres fiduciários + companhia aberta”; “deveres + companhia aberta”; “deveres fiduciários + administradores”; “acionista controlador + informação + companhia aberta”; “deveres fiduciários + valores mobiliários”; “abuso + poder + controle + informação + companhia aberta”; “abuso + poder + controle + companhia aberta”; “controlador + valores mobiliários”; “informação falsa + controlador”; “OGX + informação falsa”; “Petrobrás + informação falsa”; “americanas + informações falsas”; “informação falsa + valores mobiliários”; e “informação + CVM.

Em sua petição inicial, os demandantes alegaram que em julho de 1998, a instituição ABN AMRO REAL BANK (atualmente BANCO SANTANDER) e o antigo controlador do BANCO REAL veicularam fato relevante anunciando terem eles “constituído uma ‘associação estratégica’ em função da qual o ABN passaria a ter importante e ativa participação na administração na parte do Grupo Real capitaneada pelo banco de mesmo nome” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 1).

Desse modo, a instituição financeira ABN adquirira participação relevante do capital votante da controladora do Grupo Real (40%), que seria ainda criada em razão desta “associação estratégica”.

Entretanto, nos termos da pretensão dos autores, a real intenção das partes era a transferência do controle do Grupo Real ao BANCO ABN, ainda que, ao público investidor, tenha sido informado apenas a aquisição da participação relevante de 40% da controladora do Grupo Real que seria criada.

A partir da criação da controladora do Grupo Real, denominada TALUK S.A, a operação foi concluída em 05/11/1998, com a transferência da participação inicialmente acordada, no importe de 40% do capital votante.

Acontece que, já naquela época, os autores alegaram que, na verdade, “a transferência dos 60% restantes das ações ordinárias com voto já estava acertada, e apesar de não ter sido então completada pela autorização governamental [...] ao suplicado já estava assegurado o poder de direção” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 2).

Ou seja, conforme consta do voto condutor do STJ, a aquisição do controle “já contava, desde outubro de 1998, com a aprovação formal do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, entretanto, os fatos relevantes publicados na forma da lei em momento algum informaram ao público investidor” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 2).

O dano alegado pelos autores consistia, portanto, na diferença entre o preço de venda dos valores mobiliários ao BANCO ABN e o preço dos ativos caso a informação tivesse sido disponibilizada ao público investidor.

Em sua contestação o BANCO ABN (atualmente BANCO SANTANDER) alegou que a alienação do controle de instituição financeira, cujo capital seja aberto, depende de prévia autorização do Banco Central, sendo que a aquisição por parte de

instituição financeira estrangeira, como era o caso na época, depende de prévia autorização do Presidente da República em exercício.

Na ocasião em que o antigo controlador (30/06/1998), Aloysio de Andrade Faria, submeteu as três propostas recebidas quanto à alienação das ações ordinárias do Grupo Real, manifestando preferência ao BANCO ABN, o Banco Central informou que estava disposto a propor ao então Presidente da República a autorização para a aquisição apenas de participação relevante pelo BANCO ABN, sendo que eventual aquisição do efetivo controle acionário demandaria estudos adicionais, razão pela qual “a operação poderia ser aprovada imediatamente desde que tivesse por objeto associação estratégica na qual a participação do ABN-N.V ficasse limitada a 40% das ações” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 3) votantes, de modo que a alienação do restante das ações com direito a voto estaria sujeita a nova decisão das autoridades competentes.

Do mesmo modo, apontou que antes mesmo das três propostas de compra, a intenção das partes em adquirir o controle do Grupo Real já era noticiada nos principais jornais brasileiros. No que se refere aos prejuízos alegados pelos autores, o BANCO ABN alegou que não havia qualquer circunstância que autorizasse presumir que a divulgação prévia da transferência do controle acionário “tivesse por consequência valorização extraordinária das ações – como de fato não teve” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 4).

A sentença proferida pela 12ª Vara Cível do foro da Comarca de São Paulo/SP julgou improcedentes os pedidos formulados na petição inicial. A fundamentação pautou-se em dois pontos.

O primeiro deles foi pela ausência de ato ilícito. Conforme constou na referida decisão, “todos sabiam pela imprensa da intenção das partes de transferir o controle. Mas intenção não é fato relevante de acordo com o parecer da CVM transcrito a fls. 239” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 4). Mais do que isso, tanto a aquisição da participação relevante de 40% quanto a aquisição do efetivo controle, fatos que a sentença chamou de “efetivamente relevantes”, foram publicados através da imprensa e por iniciativa do próprio réu.

O segundo fundamento refere-se à comprovação do efetivo prejuízo. De acordo com a sentença, em que pese a alegação de que o dano sofrido corresponderia à diferença entre o preço de venda dos valores mobiliários e a cotação

que as ações teriam caso o fato relevante tivesse sido divulgado, os autores não teriam comprovado este fato, não havendo parâmetros para tanto.

Como constou da decisão “o réu formulou proposta pública de aquisição das ações com preços 55%, 155%, 136% e 72% superiores à cotação média dos doze meses anteriores” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 5), mas depois das ofertas públicas ocorridas em fevereiro de 1999, para a aquisição do efetivo controle, “as cotações caíram 30 a 35%”.

Ao julgar o Recurso de Apelação interposto pelos autores, o Tribunal de Justiça Paulista (TJSP) entendeu, por maioria de votos, pela reforma da sentença, condenando o réu ao pagamento de danos materiais.

Diferentemente da sentença, o acórdão proferido pelo TJSP fundamentou a condenação no descumprimento do dever de informar. Após discorrer sobre o dever de informação imposto às companhias, abordados neste trabalho anteriormente, o TJSP apontou que em 07/07/1998, as partes haviam firmado um contrato entre ausentes, o que apontaria para um fato concreto e não apenas um pré-contrato ou carta de intenções.

De acordo com a documentação em questão, as condições estabelecidas pela própria ré apontavam para a aquisição de 100% das ações representativas do capital social das instituições financeiras alvo, o que demonstrava que o objeto do contrato “era a efetiva aquisição do controle do grupo”. E, assim, tal fato constituía como relevante para fins de caracterização do dever de informar, o que não foi observado pelo réu, eis que não tornou pública a negociação da alienação do controle do Grupo Real.

Interessante ressaltar que o TJSP expressamente reconheceu a possibilidade de responsabilização da companhia frente à violação ao dever de informação de seus órgãos sociais, consignando que:

Tampouco se afirme, como pretende a ré, que estes deveres de informação recaem apenas sobre seus administradores (pessoas físicas), uma vez que a pessoa jurídica é responsável pela irregularidade do proceder de seus representantes e deve dar publicidade aos atos relevantes que realiza (Brasil, TJSP, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 28).

No que se refere aos danos sofridos, o acórdão determinou que a sua apuração deveria ocorrer através de liquidação por arbitramento, devendo ser levado

em consideração, inclusive, o valor pago ao antigo controlador, que engloba, consequentemente, o prêmio pela alienação do poder de controle.

Interposto Recurso Especial, o Superior Tribunal de Justiça (STJ), também por maioria, negou provimento ao apelo em questão. Conforme constou do voto condutor, “a alienação do controle de uma companhia influencia, fortemente, a cotação das ações da sociedade, a considerar, como visto, a relevância desse fato” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 3).

Em que pese a operacionalização da transferência do controle do Grupo Real, objeto da proposta e do contrato firmado entre o alienante e o adquirente, que seria efetivada através da aquisição das ações holdings criadas e que controlavam o grupo em questão, “a informação sobre a aquisição do controle não veio a público de forma imediata e segura pelos contratantes” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 19).

Constou, assim, que em 25/08/1998 foi firmado o contrato que concedida ao BANCO ABN o controle acionário do Grupo Real, sem que, até o momento, o mercado fosse comunicado acerca deste fato, o que foi autorizado em 07/10/1998 pelo Banco Central.

Portanto, naquela ocasião, os termos dos contratos já se encontravam definidos e a autorização pelas autoridades governamentais concedidas, o que demandaria a publicação do fato relevante.

Detentora desta informação privilegiada, sem a devida publicização, o Grupo Real procedeu com a oferta pública de aquisição das ações preferenciais de suas companhias abertas, oportunidade na qual os autores venderam seus valores mobiliários. Portanto, o voto condutor apontou que:

Ressai inequívoco, portanto, que a realização das ofertas públicas de compra das ações dos acionistas minoritários deu-se, deliberadamente, sem a imprescindível e anterior divulgação ao público em geral acerca da transferência do controle do Grupo Real ao ABN, em claro prejuízo aos acionistas minoritários e ao mercado como um todo (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 29).

Para a delimitação dos prejuízos suportados pelos acionistas minoritários, o STJ apontou a necessidade de compreensão do ativo que o controle da companhia representava, que foi o efetivo objeto de alienação, mantendo o entendimento do

TJSP acerca da consideração do prêmio pago pelo poder de controle (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018).

A divergência, inaugurada pelo Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, apontou que, no caso, não haveria qualquer infração à lei societária ou às normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliárias, na medida em que, à época dos fatos, a utilização de informações privilegiada eram destinadas tão somente aos administradores da companhia e não a terceiros, ainda que os adquirentes do controle societário (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018).

Ao mesmo tempo, entendeu que se os investidores tivessem ciência das informações relevantes por outros meios, “não se pode afirmar que tenham eles negociados seus títulos sem o conhecimento de fato capaz de influir na cotação das ações e na decisão de vende-las ou comprá-las” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 6).

No caso, a contar da data de publicação no Diário Oficial da decisão do Banco Central autorizando a alienação do controle ao BANCO ABN, o Ministro Ricardo Villas Bôas apontou que não poderia se alegar o desconhecimento por parte dos investidores, na medida em que a informação relevante teria sido revelada publicamente.

Concluiu que as ofertas públicas de compra das ações das respectivas companhias ocorreram posteriormente à publicação da intenção de alienação do controle no Diário Oficial, razão pela qual não subsistira o dever de indenizar.

No que diz respeito à apuração do efetivo prejuízo, o Ministro Ricardo Villas Bôas também apresentou divergência. Pontuou que o valor do prêmio pela alienação do poder de controle não poderia servir de parâmetro para a fixação da indenização buscada (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018).

Isso porque, quando da realização das ofertas públicas pela parte Ré, não havia a obrigação legal de aquisição das ações dos sócios minoritários pelo mesmo preço pago aos acionistas controladores, já que a referida oferta ocorreu em 1999, antes da vigência da Lei nº 10.303/2001.

É dizer: “ao editar a Lei nº 9.457/1997, no período de sua vigência, [o legislador] optou por afastar a obrigatoriedade de simultânea oferta pública de aquisição de ações dos sócios minoritários pelo mesmo preço pago [...] aos controladores” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 12).

Além disso, a divergência apontou para a necessidade de comprovação do efetivo prejuízo sofrido pelos investidores, utilizando-se, para tanto, o preço recebido pela venda de seus valores mobiliários e a cotação destes ativos após a comunicação do fato relevante acerca da aquisição do poder de controle, sendo que os autores, na ocasião, não teriam demonstrado o dano experimentado.

A divergência apresentada pelo *Min. Ricardo Villas Bôas* foi acompanhada pelo *Min. Paulo de Tarso Sanseverino* que, complementando o voto divergente, entendeu que, ainda que houvesse omissão de informações relevantes, referida prática não demonstraria, por si só, a existência de um prejuízo efetivo, devendo os autores comprovarem que “a divulgação de fato relevante teria provocado alta na cotação das ações, superior àquela já provocada pelas informações pela imprensa, pois só assim seria possível verificar a ocorrência de dano” (Brasil, STJ, Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 2018, p. 12).

Assim, prevalecendo a divergência apresentada pelo *Min. Ricardo Villas Bôas Cueva*, o Superior Tribunal de Justiça, por maioria de votos, entendeu pelo provimento do Recurso Especial apresentado pela parte Ré, para o fim de reformar o acórdão proferido pelo TJSP, julgando improcedente os pedidos formulados pelos autores em sua petição inicial, tal como realizado pelo juízo de primeira instância.

b) Caso Renova Energia S.A.

Ainda que o caso a ser analisado neste momento não diga respeito especificamente à indenização eventual devida (ou não) pelos administradores, controladores ou pela própria companhia aos investidores, os Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, aqui tratado como caso “Renova Energia S.A.”, diz respeito à produção antecipada de provas em que o Tribunal de Justiça Paulista adentra às questões pertinentes ao presente trabalho, justificando, assim, a sua análise.

Todas as informações foram retiradas do site do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. A demanda em questão foi ajuizada pelos acionistas minoritários em face da companhia Renova Energia S.A., buscando a obtenção de informações para a instrução de eventual procedimento arbitral em razão dos danos causados diante da prática de ilícitos pelos administradores e pelo bloco de controle da companhia.

Narraram os autores que o bloco de controle da Renova e parte da administração teriam desviado, pelo menos, cerca de R\$ 115.000.000,00, conforme

apurado pela investigação promovida pela Polícia Federal e pelo Ministério Público, que culminou na delação premiada de Ricardo Assaf, que ostentava, à época, a função de diretor jurídico da Renova (o prejuízo, de acordo com os autores, poderia chegar à R\$ 652.196.000,00, o equivalente ao resultado negativo da companhia no exercício social de 2014) (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019).

A sentença proferida pelo Juiz de Direito da 2ª Vara Empresarial e de Conflitos relacionados à Arbitragem, da comarca de São Paulo/SP, extinguiu o feito, sem resolução do mérito, em razão da falta de interesse processual dos autores.

Consignou, em um primeiro momento, que o artigo 59 do Estatuto Social da companhia previa que os conflitos societários seriam dirimidos pela via da arbitragem e, por isso mesmo, em que pese os autores alegaram a urgência da medida, a produção antecipada de provas não seria caracterizada como eventual medida cautelar, não justificando, assim, “a propositura de um procedimento cautelar pré-arbitral em razão, justamente, da ausência de urgência” (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 9).

Interposto Recurso de Apelação em face da sentença, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo deu provimento à insurgência recursal, reconhecendo a competência da Justiça estatal para processar e julgar a demanda de produção antecipada de provas e, em razão da aplicação da Teoria da Causa Madura, o TJSP julgou procedente a demanda de forma imediata.

A fundamentação utilizada pelo TJSP se deu através dos seguintes dispositivos legais: a Lei nº 6.404/1976, a Lei nº 12.846/2013 (Lei Anticorrupção) e a Lei nº 7.913/1989.

Com base na Lei das Sociedades Anônimas (LSA), o TJSP entendeu que o acionista teria o direito individual de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, direito este reconhecido pelo artigo 109 da Lei nº 6.404/1976.

Os direitos à informação, à fiscalização e inspeção concedido aos acionistas em geral e, em especial, ao acionista minoritário, prossegue o acórdão, citando Marcelo Barbosa, “fundam-se no princípio da verificação da legalidade e da legitimidade (abuso ou desvio de poder) dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores” (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 32).

A partir disso, o TJSP entendeu que os acionistas minoritários, à luz da LSA, teriam o direito de “auditar fatos relevantes e operações realizadas pelos administradores” (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 32).

Neste sentido, o acórdão apontou que a participação societária do acionista demandante não seria relevante neste cenário, já que o investidor poderia demandar pelas perdas e danos causados pelos administradores e os controladores, na medida em que “é titular do direito de fiscalizar a companhia”.

No que se refere à aplicação da Lei nº 12.846/2013 (Lei Anticorrupção) e da Lei nº 7.913/1989 (que regulamenta a ação civil pública de responsabilidade causados aos investidores do mercado de valores mobiliários), o TJSP entendeu que os fatos narrados pelos autores da demanda – que possuíam relação com a investigação da Polícia Federal e do Ministério Público denominada “E o Vento Levou” – eram absolutamente imprescindíveis para os demandantes formarem a sua convicção “sobre a pretensão que tenham em face da própria companhia, e não apenas contra o bloco de controle” (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 35), admitindo, portanto, a possibilidade do ajuizamento da demanda indenizatória em face dos três atores que foram objeto de análise do segundo capítulo do presente trabalho (controlador, administrador e a própria sociedade empresária).

O voto condutor destacou que a partir da edição da Lei nº 12.846/2013 houve a criação “de mecanismos de facilitação da apuração da responsabilidade da companhia”, sobretudo quando, no caso, a companhia era investigada pela Polícia Federal.

Nesta esteira, entendeu que, com a edição da Lei Anticorrupção, o parágrafo único do artigo 116 da LSA, que impõe os deveres ao acionista controlador e é o ponto fulcral do interesse social, foi ampliado, existindo, a partir daquele momento, obrigações adicionais.

Com efeito, a interpretação entre a LSA, a Lei nº 12.846/2013 e a Lei nº 7.913/1986, a partir do diálogo das diferentes fontes, aponta o TJSP, abre “diretamente a possibilidade de o acionista – qualquer acionista – demandar indenização em casos como o dos autos, de prática fraudulentas” (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 43).

Em razão destas particularidades, o voto condutor apontou que a pessoa jurídica se obriga pelos atos praticados por seus administradores, nos termos do artigo

47 do Código Civil. E, como tal, também não se confunde com os seus sócios, conforme previsto no artigo 49-A do mesmo diploma normativo.

Por fim, cabe destacar – para fins do presente estudo – a conclusão apresentada pelo Tribunal de Justiça Paulista, o qual expressamente reconheceu que:

[...] seja com fulcro na Lei das Companhias, seja na Lei Anticorrupção, complementada pela Lei de Ação Civil Pública de Responsabilidade por Danos Causados aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários, têm os acionistas apelantes direito de demanda a companhia, seus administradores e controladores pelos prejuízos que sofreram em decorrência dos fatos relatados em sua peça vestibular (Brasil, TJSP, Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100, 2019, p. 49)

Ao interpor Recurso Especial em face do acórdão proferido, o Superior Tribunal de Justiça concedeu provimento ao apelo em questão, extinguindo o feito, sem resolução do mérito, em razão da existência da cláusula compromissória prevista no estatuto da companhia, aplicável a toda e qualquer espécie de conflito societário, não havendo prova da urgência da medida intentada pelos autores capaz de afastar a validade da disposição no estatuto social, o que foge do escopo do presente trabalho.

c) Caso TELESP

O caso TELESP, autuado sob o nº 0156920-86.2006.8.26.0100, tratava inicialmente de uma ação cautelar, relativamente à exibição de determinados documentos aos acionistas minoritários, e uma demanda principal de nulidade de assembleia que aprovou a incorporação da empresa TDBH pela Telecomunicação de São Paulo S.A (TELESP).

Todos os dados trazidos sobre este caso foram retirados dos autos digitais disponíveis no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Ainda que, inicialmente, o objeto do caso em questão fugisse do escopo do presente trabalho, destaca-se que, em razão do decurso do tempo entre a aprovação da incorporação da TDBH pela TELESP (de mais ou menos 10 anos), o pedido de anulação da assembleia e da obrigação de fazer (consistente na entrega da documentação solicitada) deveria ser convertido em perdas e danos, o que levou à classificação da demanda como relevante para o presente estudo.

O caso TELESP diz respeito à impugnação do procedimento de incorporação da empresa TDBH pela Telecomunicação de São Paulo S.A. De acordo com os autos, a pretensão não dizia respeito à decisão de incorporação em si, mas sim em razão da subavaliação da empresa incorporada e os prejuízos daí decorrentes (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024).

Em suma, os acionistas minoritários apontam que teriam o direito à informação relativamente aos documentos “mencionados pelo Conselheiro da TDBH em seu voto dissidente, em que questionava a justificativa do orçamento de resultado e de investimento 2006” (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p.3).

A fundamentação dos acionistas controladores, portanto, dizia respeito à violação do dever de informar, além de equívocos na eleição do Conselho Fiscal, com reflexos na aprovação do protocolo de incorporação da empresa TDBH.

Alegaram, assim, que o Laudo de Avaliação da empresa incorporada apontou para o valor de R\$ 0,78 para cada ação, enquanto os acionistas minoritários apontavam que o valor real correspondia o importe de R\$ 1,82 por ação.

Para além disso, os autores da demanda acusavam o acionista controlador de utilização de informações privilegiadas durante a incorporação da sociedade-alvo.

A questão volta-se à utilização (ou não) de documentos chamados “Plano de Negócio para o aproveitamento do crédito fiscal”, que teria sido aprovado pela incorporada em fevereiro de 2005 e “orçamento de resultados e investimentos”, também aprovado em fevereiro de 2006 quando da avaliação da TDBH e que refletiria, portanto, no preço das suas ações.

A insurgência dos autores da demanda também não dizia respeito ao método de avaliação utilizado (método de fluxo de caixa descontado), mas o impacto das informações sonegadas no preço das ações (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024).

Realizada a prova pericial ao longo da instrução dos autos, concluiu-se que – para o método de avaliação utilizado – todos os documentos necessários foram disponibilizados pela companhia. A sentença de improcedência consignou que, em que pese o Laudo de Avaliação não utilizar os documentos apontados pelos autores, as informações utilizadas para a fixação do valor das ações da incorporada eram mais atualizadas que os referidos documentos e, assim, não haveria qualquer irregularidade neste ponto, já que a “análise combinada dos artigos 264, 224 e 225 do

citado diploma legal, não é difícil concluir que o parâmetro a ser adotado deve ter por base os dados e número mais recentes” (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p. 7), o que afastaria o prejuízo alegado pelos autores.

Quando do julgamento do Recurso de Apelação interposto pelos acionistas minoritários, a 10ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo concluiu pelo desprovimento da insurgência recursal e a manutenção da sentença proferida.

Após transcorrer sobre a operação de incorporação e os conflitos inerentes a esta reorganização societária, sobretudo por se tratar de interesses patrimoniais, o acórdão concluiu, inicialmente, que “o direito à informação não é absoluto, podendo observar o sigilo necessário para não prejudicar a própria existência da empresa” (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p. 10).

Assim, a TELESP não estaria obrigada a divulgar informações e documentos aos seus acionistas quando estes não fossem utilizados na reorganização societária objeto dos autos, o que teria sido confirmado pela própria Comissão de Valores Mobiliários, de acordo com a decisão juntada ao feito.

No que diz respeito à alegação de nomeação e atuação irregular do Conselho Fiscal na aprovação do Laudo de Avaliação, o TJSP apontou que não ficou demonstrado que os conselheiros “tenham tido qualquer tipo de informação privilegiada ou agido de forma a prejudicar os acionistas” (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p. 10).

Assim como a decisão de primeira instância, o mote do acórdão proferido reside na conclusão da prova pericial produzida ao longo da instrução probatória, a qual conclui que, em que pese não utilizar os documentos apontados pelos minoritários, o Laudo de Avaliação baseou-se em informações mais recentes da companhia, o que afastaria qualquer irregularidade de premissas no método de fluxo de caixa descontado, razão pela qual o TJSP concluiu que “não há falar em irregularidade no procedimento de incorporação, pois observada a Lei 6.404/76, refletindo, na avaliação, o valor mais atualizado possível” (Brasil, TJSP, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p. 11).

Interposto Recurso Especial pelos acionistas minoritários – e admitido o seu processamento nas instâncias ordinárias – o Ministro Raul Araújo decidiu monocraticamente pelo não provimento da insurgência, na medida em que se a “perícia e, com ela, tanto o Juízo primeiro, quanto o Tribunal de Justiça, entenderam

por corretos os dados empregados no laudo e desnecessário o uso dos documentos preferidos pelos recorrentes, a matéria fática mostra-se analisada” (Brasil, STJ, Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100, 2024, p. 8).

Em face desta decisão foi interposto Agravo Interno, buscando o reexame da matéria pelo colegiado. Importante destacar que o referido recurso ainda não foi julgado e aguarda designação de pauta de julgamento, razão pela qual, quando da análise deste caso (24/01/2025), a demanda ainda não teve um desfecho definitivo.

d) Caso OGX

Trata-se de demanda indenizatória proposta em face da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A, seus respectivos administradores e controladores, bem como a própria Comissão de Valores Mobiliários, autuada sob o nº 0032719-12.2013.4.02.5101, em trâmite perante o Tribunal Regional Federal da 2ª Região.

Todas as informações foram retiradas dos autos digitais disponíveis no Superior Tribunal de Justiça. Os investidores alegavam, de um lado, que a companhia, seus administradores e seu acionista controlador forneceram informações falsas ou, ao menos, tendenciosas, acerca da possibilidade de exploração das reservas de petróleo que a empresa alegava possuir, ocasionando a queda abrupta dos papéis quando da divulgação da informação verdadeira.

No que diz respeito à Comissão de Valores Mobiliários, os investidores alegavam falha no exercício do Poder de Polícia da autarquia, na medida em que, nas alegações dos autores da demanda, o dever de fiscalização teria sido descumprido (Brasil, STJ, Autos nº 0032719-12.2013.4.02.5101, 2022).

Em primeira instância, a sentença extinguiu o feito, sem resolução do mérito, em favor da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A, de seus administradores e de seu acionista controlador, tendo em vista a incompetência absoluta da Justiça Federal.

No mérito, julgou improcedentes os pedidos formulados em desfavor da Comissão de Valores Mobiliários, apontando para a regular atuação da autarquia no desempenho do Poder de Polícia a ela atribuído.

Em sede de Recurso de Apelação, o Tribunal Regional Federal da 2ª Região manteve a sentença de primeiro grau. Nesse sentido, expressamente consignou que:

A CVM, a partir do momento em que teve conhecimento de possíveis indícios de erro, em especial do fato relevante publicado em 01.07.2013, instaurou processos administrativos em face do grupo EBX e seus administradores, com o propósito de apurar eventuais infrações, cumprindo, devidamente, seu papel fiscalizador do mercado de capitais, para coibir e punir condutas danosas (Brasil, STJ, Autos nº 0032719-12.2013.4.02.5101, 2022, p. 3).

A partir das apurações realizadas pela Autarquia, na ocasião, instaurou-se o Processo Administrativo Sancionador nº RJ-2013-13172, para apurar-se a responsabilidade do acionista controlador e do presidente do conselho de administração da companhia pela prática de *Insider Trading*, além do Processo Administrativo Sancionador nº RJ-2014-578 em desfavor das mesmas pessoas para a apuração da prática de *Insider Trading* e manipulação de preços dos valores mobiliários da companhia.

Foi em razão destas circunstâncias que o Tribunal Regional Federal da 2ª Região manteve a sentença que julgou improcedentes os pedidos formulados em face da Comissão de Valores Mobiliários, pois “tal atuação da CVM demonstra o pleno desempenho das atividades fiscalizadoras que lhe foram atribuídas por lei, o que afasta a antijuridicidade da conduta” (Brasil, STJ, Autos nº 0032719-12.2013.4.02.5101, 2022, p. 3-4).

Os investidores interpuseram Recurso Especial, buscando a reforma do acórdão quanto a responsabilidade da Autarquia e quanto os honorários advocatícios fixados, entretanto, a insurgência recursal não foi conhecida, sendo que todas as tentativas posteriores (Agravo em Recurso Especial e Agravo Interno) foram rejeitadas, mantendo-se a decisão incólume.

e) Processos encontrados por terceiros

Em sede da pesquisa de campo realizada para este trabalho, a partir dos parâmetros anteriormente mencionados, encontraram-se tão somente os casos acima relatados (Grupo Real, Renova, Telesp e OGX).

Tendo em vista os poucos casos encontrados, diligenciou-se, através de outros textos produzidos por outros autores, a busca de eventuais casos envolvendo a questão de fundo tratada neste trabalho, que não teriam sido identificados a partir dos parâmetros utilizados. Neste ponto, então, a pesquisa realizada ocorreu na forma indireta.

Neste sentido, encontrou-se alguns casos relatados por Viviane Muller Prado³⁷, que podem contribuir para a pesquisa. Os parâmetros utilizados pela referida pesquisadora diferem-se dos utilizados no presente trabalho, sobretudo quanto à região pesquisada, o recorte temporal e algumas das palavras-chave utilizadas³⁸.

Assim, os casos encontrados, julgados após 2009, recorte temporal escolhido neste trabalho, foram:

f) Caso Banco Panamericano

De acordo com o levantamento realizado pela pesquisadora, foi movida em desfavor do Banco Panamericano ação indenizatória que buscava o ressarcimento dos danos causados ao investidor em razão da prática de fraude contábil (Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100) (Prado, 2018).

Relatou-se que a fraude praticada era incontroversa, mas, ainda assim, a decisão proferida pela 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo foi desfavorável ao investidor.

Conforme relata a pesquisadora, o Banco Panamericano – assim como o investidor – teria sido não o autor da fraude contábil, mas vítima do ato ilícito praticado por seus administradores, ocasionando a impossibilidade de se punir a companhia duas vezes, uma com relação a própria fraude sofrida e outra pelo ressarcimento buscado.

Mais do que isso, a decisão entendeu pela existência de dano indireto ao acionista, na medida em que a própria companhia seria – na condição de vítima – a lesionada diretamente, sugerindo-se ao investidor o ajuizamento de uma ação social, o que levaria à ilegitimidade ativa do acionista, que não poderia pleitear em nome próprio os danos sofridos.

De acordo com o relato, a decisão ainda consignou que, em se tratando de investimento em valor mobiliários, é inerente do próprio negócio jurídico a existência de diversos riscos. Assim, a despeito da fraude contábil praticada, houve uma análise

³⁷ NDO: os casos abaixo relatados se encontram no capítulo de livro escrito pela autora, a saber: Prado (2018, p. 379-391).

³⁸ NDO: apenas a título de esclarecimento, a pesquisa realizada por Vivia Muller Prado se limitou às regiões Sul e Sudeste, bem como aos Tribunais Federais da 3ª e da 4ª Região. Além disso, alguns casos coincidem com os encontrados no presente trabalho.

subjetiva das demonstrações financeira publicadas pela companhia e que teria ocasionado a perda apontada pelo investidor.

Por fim, apontou que o valor da cotação das ações, para fins de parâmetros do dano sofrido, não poderia ser utilizado, já que não reflete o valor patrimonial da companhia (Prado, 2018).

Quando da publicação da pesquisa pela referida pesquisadora, ainda pendiam de análise os Embargos de Declaração opostos, bem como o Recurso Especial interposto posteriormente.

Como na presente data todos os recursos já haviam sido julgados, diligenciou-se tais informações. Contudo, o resultado se manteve o mesmo, pois os Embargos de Declaração opostos foram rejeitados e o Recurso Especial interposto não foi conhecido (Brasil, STJ, Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100, 2016).

g) Caso Arapuã

Trata-se de Ação Civil Pública movida pelo Ministério Público Federal e pela Comissão de Valores Mobiliários em face dos administradores e controladores da companhia Lojas Arapuã S.A, bem como da empresa de auditoria independente e seu diretor (Autos nº 0015278-16.2004.403.6100) (Prado, 2018).

Conforme relatado pela pesquisadora, a questão residia em operações de transferência de dívidas da empresa Ré para as suas controladoras, mediante pagamento, realizadas entre os anos de 1995 e 1997. Constou, ainda que:

Além das operações em si, questiona-se a falta de transparência sobre um dos aspectos da assunção de dívidas pelas controladoras: não havia nota explicativa nas demonstrações financeiras sobre o fato de a Arapuã continuar como devedora das obrigações transferidas, em caso de inadimplência das controladoras. A manutenção da obrigação de pagar decorria da não anuência dos credores com a transferência de duplicatas e posições em contrato de vendedor.

A partir de 1997, as dívidas começaram a voltar para a Arapuã, pois as controladoras não estavam cumprido as obrigações. Em 1998, a empresa pediu concordata preventiva (Prado, 2018, p. 386-387).

A alegação do Ministério Público Federal e da Comissão de Valores Mobiliários, para fins deste trabalho, dizia respeito à falha informacional de todos os Réus da demanda, já que os investidores não possuíam conhecimento de qual era a

verdadeira situação econômico-financeira da companhia, além de não terem conhecimento das operações financeiras realizadas.

Conforme averiguado pela pesquisadora Viviane Muller Prado, a sentença proferida condenou solidariamente os administradores e controladores da Lojas Arapuã S.A., além da empresa de auditoria independente. O valor arbitrado pelo magistrado foi o equivalente ao valor das dívidas transferidas e recebidas novamente pela companhia, no importe de R\$ 235.000.000,00 (duzentos e trinta e cinco milhões de reais) (Prado, 2018).

O fundamento utilizado pela sentença foi de que o mercado havia sido privado de informações relevantes sobre os riscos de contingência, já que, como apurado, não havia notas explicativas nos documentos contábeis divulgados pela companhia.

Em que pese o artigo 2º da Lei nº 7.913/1989 determinar que “as importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo” (Brasil, Lei nº 7.913, 1989), a sentença destinou os valores ao Fundo de Defesa de Interesses Difusos, nos termos do artigo 13 da Lei nº 7.347/1985.

Em sede de Recurso de Apelação, o Tribunal Regional Federal extinguiu o feito, sem resolução do mérito, em razão do reconhecimento da prescrição. Quando da publicação da pesquisa realizada por Viviane Muller Prado, ainda não havia a notícia de interposição de Recurso Especial ou Extraordinário.

Apurou-se, então, que os Autores (Ministério Público Federal e Comissão de Valores Mobiliários) interpuseram Recurso Especial e Recurso Extraordinário. Em que pese constar a existência de Recurso Extraordinário no sistema do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, ao se diligenciar no sítio eletrônico do Supremo Tribunal Federal, não se encontrou o referido processo.

No que se refere ao Recurso Especial interposto, a referida insurgência recursal não foi conhecida. Em que pese os múltiplos recursos interpostos pelos Recorrentes posteriormente, todos tiveram seu provimento negado, mantendo-se incólume a decisão do Tribunal originário, em que pese não ter ocorrido o trânsito em julgado no momento desta pesquisa (Brasil, STJ, Autos nº 0015278-16.2004.403.6100, 2018).

4.1 PROGNÓSTICO SOBRE AS EVIDÊNCIAS ATÉ AQUI ENCONTRADAS

Considerando os parâmetros metodológicos utilizados na pesquisa jurisprudencial realizada, à luz das palavras-chave escolhidas, sobretudo o recorte temporal (2009-2024), isto é, quinze anos de decisões proferidas em todos os Tribunais de Justiça, Tribunais Regionais Federais, Supremo Tribunal Federal e Superior Tribunal de Justiça, verifica-se a existência de poucos casos apreciados pelo Poder Judiciário.

Apenas a título comparativo, em pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários julgou, em 2023, 72 (setenta e dois) processos administrativos sancionadores, “abrangendo 484 condutas, o maior volume desde 2019, representando um aumento de mais de 45% em relação ao total de 2022” (Prado; Dutra, 2024, p. 6).

Nos termos da pesquisa realizada, os Processos Administrativos Sancionadores analisados tiveram 484 acusações, sendo que 12% das acusações realizadas pela Comissão de Valores Mobiliários em 2023 trataram de problemas informacionais e 3,9% disseram respeito à prática de *Insider Trading*. Isso significa que apenas naquele ano, houve 19 acusações de *Insider Trading*, com 11 absolvições e 8 condenações, e 58 acusações de problemas informacionais, com a absolvição de 14, condenação de 42 e extinção de punibilidade de 2 acusações. Ainda, o total de multa aplicada para a prática de *Insider Trading* foi de R\$11.966.913,00 (onze milhões, novecentos e sessenta e seis mil, novecentos e treze reais), e o valor de R\$8.527.750,00 (oito milhões, quinhentos e vinte sete mil, setecentos e cinquenta reais), a título de multa por problemas informacionais (Prado; Dutra, 2024, p. 6).

A falta de jurisprudência sobre o tema não necessariamente reflete em ausência de práticas ilícitas pelos participantes do mercado, já que, como visto acima, a Comissão de Valores Mobiliários tem cada vez mais julgados casos relacionados a esta temática, o que reforça a problemática aqui estudada.

Uma das explicações que pode ser concedida a este fenômeno se refere à autorregulação do mercado de valores mobiliários (que será abordada mais detalhadamente no Capítulo 5).

A Bolsa de Valores Brasileira – atualmente denominada B3 – possui cinco segmentos especiais de listagem (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Básico). A diferença entre estes segmentos diz respeito

ao nível de governança corporativa utilizada pela companhia listada (Brasil, B3, Segmentos..., 2025).

Nos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2 (ficando de fora apenas o segmento Nível 1 e Básico), é obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado. Apenas a título exemplificativo, ao artigo 39 do Regulamento do Novo Mercado Estabelece que:

Art. 39. O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado (Brasil, B3, Regulamento..., 2023).

De acordo com as informações retiradas do site da B3, 190 empresas encontram-se listadas no segmento do Novo Mercado, 21 empresas estão listadas no segmento Nível 2, 11 empresas encontram-se listadas no segmento Bovespa Mais, 2 empresas estão listadas no segmento Bovespa Mais Nível 2. Por outro lado, 24 empresas estão listadas no segmento Nível 1 e 386 estão listadas no segmento Básico (Tradicional – Bolsa) (Brasil, B3, Empresas..., 2025).

Isso não significa dizer que as empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Básico não possuam cláusula compromissória em seus respectivos Estatutos Sociais, mas apenas que 224 companhias são obrigadas a tanto.

Tome-se apenas como exemplo a companhia Santander (Brasil) S.A, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 90.400.888/0001-42. Em que pese a referida instituição financeira estar listada no segmento Tradicional-Bolsa (Brasil, B3, Empresas..., 2025), o seu Estatuto Social prevê, em seu artigo 48, a existência de cláusula compromissória para resolver toda e qualquer disputa existente entre o banco, seus acionistas, administradores e membros do Conselho Fiscal (Santander, Estatuto Social, 2024).

Isso justificaria a escassez de decisões proferidas no âmbito do Poder Judiciário brasileiro, já que os dados indicam a existência de cláusula compromissória em boa parte dos Estatutos Sociais das companhias abertas, quer em razão da

obrigatoriedade daquelas companhias listadas em determinados segmentos, quer seja em razão da escolha pela arbitragem por aquelas companhias que não eram obrigadas a tanto.

Outro ponto que salta os olhos é que, à luz das poucas decisões proferidas pelo Poder Judiciário, verifica-se a dificuldade do ressarcimento dos prejuízos sofridos pelos investidores.

Estas adversidades estão ligadas à comprovação do efetivo prejuízo – por exemplo, como destacado pelo Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o “caso Grupo Real” – e à demonstração da do próprio ato ilícito, como destacado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo no julgamento do “caso TELESP”.

Há, ainda, obstáculos relativamente ao sujeito obrigado a indenizar, ou seja, a companhia, o administrador ou o controlador, pois tal como decidido no âmbito do “caso Panamericano” (julgado pela 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo), há o entendimento de que o acionista seria prejudicado apenas indiretamente, sendo a companhia a vítima da prática ilícita.

Estas questões não passaram despercebidas por Viviane Muller Prado que, analisando a atividade jurisdicional encontrada por ela, apontou, sobre a prática de ato ilícito, a seguinte observação:

Diante da grande quantidade de informações divulgadas ao mercado, em bases periódicas ou esporádicas, a relevância de determinada informação ou de conjunto de informações dependerá da análise do caso concreto e da movimentação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a informação e a movimentação do mercado (Prado, 2018, p. 395-396).

Sobre o dano: “a inexistência de um padrão de previsibilidade sobre qual seria o critério para calcular o dano em caso de informação falsa pode-se configurar um motivo crucial para não ter de esperar anos antes da obtenção de uma decisão final” (Prado, 2018, p. 400).

E, por fim, quanto a legitimidade passiva para responder pela demanda indenizatória, concluiu pela ausência de expertise dos julgadores acerca do funcionamento do mercado de capitais e a pressa de uma decisão final sobre a questão (Prado, 2018).

A partir destas conclusões, Prado (2018) indaga se seria efetivamente eficiente alocar custos de litigância no aparamento estatal quando, no âmbito do

mercado de capitais, é possível fortalecer o chamado *enforcement* privado alicerçado na autorregulação do próprio mercado.

Este é o ponto que será tratado no próximo capítulo (Capítulo 5), buscando ferramentas para dirimir algumas controvérsias para o ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores em razão da falha informacional.

5 O REGIME DO NOVO MERCADO: POSSIBILIDADES DE ALTERAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA?

A Constituição Federal elencou os fundamentos em que a República Federativa do Brasil está alicerçada. Dentre eles encontra-se a livre iniciativa, expressamente prevista no artigo 1º, inciso IV da Carta Magna³⁹.

Do mesmo modo, a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, possui como princípio a livre concorrência, a redução das desigualdades regionais e sociais e a busca do pleno emprego (dentre outros elencados nos incisos do artigo 170 da Constituição Federal).

Para alcançar ditos objetivos, a empresa – no sentido lato da palavra – se mostra um dos mecanismos necessários. É a partir dela se atende ao espírito do empreendimento, a mobilização de economias tanto estatal quanto popular e que, no interesse público geral, assegura o progresso industrial (Ascarelli, 1969) e tecnológico, com a produção de bens e serviços indispensáveis para assegurar a vida digna da população em geral.

A partir destes objetivos, o sistema financeiro nacional foi estruturado para “promover o desenvolvimento equilibrado do País e a serviços aos interesses da coletividade”, nos termos do artigo 192 da Constituição Federal (Brasil, Constituição Federal, 1988).

O financiamento da atividade empresarial pode se dar das mais variadas formas: capital próprio, financiamentos bancários, investimentos particulares, dentre outros.

A “grande empresa”, entretanto, socorre-se muitas vezes ao mercado de capitais, seja pelo volume de capital necessário para o financiamento de suas atividades, seja em razão do custo do capital privado fornecido por investidores institucionais ou mesmo instituições financeiras ou cooperativas de crédito.

O mercado de capitais brasileiro, integrante do sistema financeiro nacional, foi criado para evitar a sucumbência da empresa nacional e juntamente com a Lei nº 6.404/1976, foi editada a Lei nº 6.385/1976, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, acarretando em um sólido

³⁹ Art. 1º. A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: [...] IV- os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (Brasil, Constituição Federal, 1988).

“sistema de proteção às minorias, de forma a restaurar a credibilidade dos acionistas e o seu retorno ao mercado de ações, que se pretende reativado para assegurar a capitalização da empresa privada nacional” (Papini, 1987, p. 5).

A regulamentação do mercado de capitais ficou à cargo da Lei nº 6.385/1976, mas sem olvidar da importância (e da complementação) da Lei nº 6.404/1976. Tanto é assim que ambas as legislações nasceram do mesmo anteprojeto, elaborados por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho (Batalha, 1977, p. 22).

De acordo com o artigo 3º da Lei nº 6.385/1976, compete ao Conselho Monetário Nacional, dentre outros, a definição da política a ser observada tanto na organização quanto do funcionamento do mercado de capitais e a fixação das orientações gerais a serem observadas pela Comissão de Valores Mobiliários criada naquela ocasião (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

A competência da Comissão de Valores Mobiliários – autarquia em regime especial – está disposta no artigo 8º da Lei nº 6.385/1976. Ela, assim, possui a atribuição de regulamentar as matérias atinentes ao mercado de capitais e às sociedades por ações, além de administrar e fiscalizar, permanentemente, os serviços do mercado de valores mobiliários e a veiculação das informações relativas ao mercado, aos valores negociados e às pessoas que participam dele (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

O poder normativo exercido por esta autarquia tem como objetivo principal a eficiência (no sentido informacional) e a credibilidade do próprio mercado de capitais (Wellisch, 2015).

Sabe-se que, em razão da velocidade das mudanças ocorridas todos os dias, o Poder Legislativo não é capaz de legislar na mesma celeridade que estas transformações demandam, o que acarreta o protagonismo da necessidade de se editar atos normativos de forma eficiente e eficaz (Motta, 2003).

Diante disso, é comum que as atribuições que eram outrora exclusivas ao Poder Legislativo acabem sendo delegadas às agências reguladoras. Di Pietro constata que as atribuições regulamentadoras concedidas a Administração Pública brasileira se assemelham àquelas detidas pelas agências reguladoras norte americanas, concedendo-lhe “o poder de ditar normas com a mesma força de lei e com base em parâmetros, conceitos indeterminados, *standards* nela contidos” (Di Pietro, 2025, p. 529).

Trata-se de um novo paradigma acerca da separação dos três poderes e a atual feição do princípio da legalidade em um claro “alargamento da atuação normativa do Poder Executivo” (Wellisch, 2015, p. 163).

A atividade regulatória, contudo, não é considerada um fim em si mesmo, mas sim um instrumento pelo qual o Estado “busca efetivar determinados interesses de cunho coletivo” (Justen Filho, 2025, p. 527). No caso do mercado de capitais, a regulação, como expressamente previsto na exposição de motivos que culminou na reforma legislativa de 1976, visa “criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País” e, assim, o oferecimento de “uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas” (Brasil, CVM, Exposição de Motivos nº 196, 1976).

Neste sentido, pautada na experiência americana, a regulamentação do mercado de capitais deve fixar “normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado” (Brasil, CVM, Exposição de Motivos nº 197, 1976), a fim de evitar distorções e abusos no âmbito das operações.

A Comissão de Valores Mobiliários tem cumprido o seu papel, na medida em que os atos normativos por ela expedidos, que buscam regulamentar este setor da economia, têm se mostrados alinhados com o objetivo da sua criação, sobretudo no que se refere às informações divulgadas pelas companhias, conforme visto anteriormente.

E isso ocorre em razão da consensualidade existente na regulação editada pela referida autarquia, a qual está estampada no §3º do artigo 8º da Lei nº 6.385/1976⁴⁰.

Entretanto, a regulação estatal nem sempre acompanha a velocidade das evoluções e necessidades do cotidiano do mercado, sobretudo quando se está diante de um setor absolutamente dinâmico.

Surge, então, a necessidade da autorregulamentação. Esta é realizada por instituições privadas, geralmente associativas, sem delegação ou chancela estatal (Oliveira, 2015, p. 137).

⁴⁰ NDO: o referido diploma legal prevê que: §3º. Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas. (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

No âmbito do cenário jurídico brasileiro, diversas associações exercem um importante papel de autorregulamentação, tais como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)⁴¹, os níveis de mercado ofertados pela B3, dentre outros.

Para fins do presente estudo, as organizações mais importantes da autorregulação estão dispostas no artigo 17, *caput* e §1º da Lei nº 6.385/1976. Trata-se do reconhecimento da autonomia administrativa, financeira e patrimonial das Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades de mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. Aliás, por expressa disposição legal, a elas incumbe, “como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (Brasil, Lei nº 6.385, 1976).

Thiago Saddi Tannous aponta a relevância do referido dispositivo legal, na medida em que “trata-se de tema de grande relevância para que se possa compreender os modernos arranjos organizacionais do sistema de distribuição” (Tannous, 2015, p. 367).

A autorregulação no âmbito do mercado de capitais possui, assim, duas naturezas distintas. Uma de base voluntária, de âmbito privado e de sujeição facultativa, normalmente firmada através de um vínculo contratual pela adesão a uma determinada organização, como é o caso da já mencionada ANBIMA. E outra de base legal, em que a submissão do participante é coativa (Freire, 2021), que diz respeito àquelas entidades previstas no artigo 17 da Lei nº 6.385/1976.

É por isso que as bolsas, cuja autorregulação é de base legal, podem ser “incluídas dentre os órgãos de colaboração do Poder Público, que assumem uma função cada vez mais importante, em face da hipertrofia do Estado e a sua consequente impossibilidade de exercer todas as suas funções” (Eizirik *et al.*, 2019, p. 293).

A autorregulação de base legal necessita, portanto, de delegação do Poder Público. Entre suas vantagens encontra-se a proximidade do autorregulador com a atividade regulamentada, a qual, no caso das bolsas de valores, ocorre dentro do seu próprio espaço, de modo a melhor compreender as necessidades do mercado e seus respectivos problemas, tomando decisões que, além de mais acertadas, são também

⁴¹ NDO: para maiores informações, acessar o site da ANBIMA: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm.

mais ágeis. Há, ainda, quem aponte que a inclusão de agentes econômicos na formação de determinados atos normativos concede maior legitimidade a essas regras (Tannous, 2015).

O contraponto deste modelo regulatório reside no conflito de interesses existente entre as atividades de regulação e interesses particulares dos agentes econômicos, sobretudo quando analisado o início das bolsas de valores BOVESPA e BM&F, em que eram organizadas sob a forma de associações civis, cujos corretores eram seus titulares e, assim, “possuíam a totalidade de todos os títulos emitidos por elas e o poder de decisão relativo à condução dos seus negócios” (Tannous, 2015, p.371).

A mudança deste cenário ocorreu a partir de 2007, quando as duas entidades organizadoras do mercado de capitais transformaram-se em sociedades por ações, acarretando a desvinculação dos direitos de acesso aos sistemas de negociações daqueles titulares do capital da entidade (Tannous, 2015).

As causas da desmutualização das bolsas de valores estão relacionadas ao crescimento da competição global dos próprios mercados de valores mobiliários e as inovações tecnológicas na operacionalização destas atividades, razão pela qual estas entidades se viram obrigadas a se estruturarem de forma mais organizada e ágeis, a fim de evitar a migração de uma entidade para outra, inclusive no âmbito internacional (Eizirik *et al.*, 2019).

Durante este processo, a CVM editou a Instrução Normativa nº 461/2007, que disciplinava o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários. O artigo 9º da referida instrução normativa não deixa dúvidas sobre a natureza da autorregulação destas entidades, já que dispõe que estes mercados “serão obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM” (Brasil, CVM, Instrução Normativa nº 461, 2007).

Com a desmutualização das bolsas de valores, o conflito de interesse existente entre os corretores membros das entidades foi devidamente solucionado. Entretanto, novos conflitos apareceram, em razão da “dificuldade de harmonização entre a função regulatória exercida pelas bolsas e o propósito lucrativo inerente às sociedades anônimas” (Eizirik *et al.*, 2019, p. 305).

Na ocasião, este novo conflito foi endereçado pelo artigo 14 do diploma normativo em questão, em que “a entidade administradora de mercado organizado deverá manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que

deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados” (Brasil, CVM, Instrução Normativa nº 461, 2007).

Para assegurar este equilíbrio de interesses, a Instrução Normativa CVM nº 461/2007 desenvolveu uma estrutura de autorregulação dos mercados organizado de valores mobiliários, prevista no seu artigo 36.

De acordo com o preceito normativo em questão, as entidades devem contar com um Departamento de Autorregulação, um Diretor do Departamento de Autorregulação e um Conselho de Autorregulação, que serão encarregados da fiscalização e supervisão das operações realizadas no âmbito de suas atividades.

Aliás, estes encarregados também são responsáveis por “fiscalizar e supervisionar o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários”, conforme previsto no §1º do artigo 36 (Brasil, CVM, Instrução Normativa nº 461, 2007).

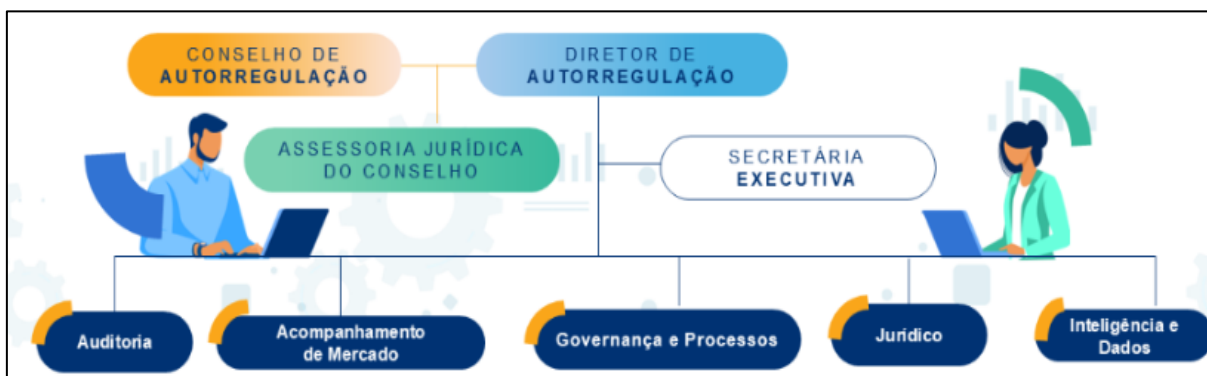
A fim de separar as atividades desenvolvidas pela entidade administradora, é autorizada a constituição de associação, sociedade controlada ou submetida a controle comum, de propósito específico, para a execução da competência autorreguladora, nos termos do §2º do artigo 36 (Brasil, CVM, Instrução Normativa nº 461, 2007), concedendo, assim, maior autonomia no desempenho desta atribuição.

No âmbito da BM&FBovespa (atual B3, como se abordará adiante), optou-se por este modelo de segregação das atividades, com a criação da BSM Supervisão de Mercados, uma associação civil, de direito privado, constituída para realizar a supervisão e fiscalização dos mercados organizados, atualmente, pela B3 (BSM, Supervisão de Mercados, 2025).

Os objetivos listados pela referida associação é a execução da autorregulação, supervisão e fiscalização dos mercados administrados pela B3, com o intuito de preservar a integridade do mercado e proteger investidores, além de orientar os participantes na adoção das melhores práticas e adotar medidas de *enforcement* (BSM, Quem somos, 2025).

A estrutura adotada pela BSM Supervisão de Mercados é composta pelo Conselho de Autorregulação, Diretor de Autorregulação, Secretaria Executiva, Auditoria, Acompanhamento de Mercado, Governança e Processos, Jurídico e Inteligência e Dados:

Figura 3 – Estrutura BSM Supervisão de Mercados



Fonte: BSM, Estrutura (2025).

Ainda com o intuito de mitigar os potenciais interesses conflitantes, o artigo 38, §1º da Instrução Normativa CVM nº 461/2007 determina que, exceto o cargo de Diretor de Departamento, não podem participar do Departamento de Autorregulação aqueles que façam parte do Conselho de Administração, Diretoria, empregados ou mesmo prepostos da entidade administradora do mercado (Brasil, CVM, Instrução Normativa nº 461, 2007).

Com objetivo semelhante, tanto o Diretor do Departamento de Autorregulação quanto os demais integrantes do Conselho de Autorregulação possuem um mandato fixo de três anos e apenas podem ser destituídos de seus cargos em caso de renúncia, condenação judicial ou processo sancionador instaurado pela CVM (artigo 39, inciso II e III).

A adoção de um sistema regulatório independente, em estrutura apartada e com a garantia de um mandato previamente estabelecido evita eventuais pressões e influência por parte daqueles que estão sendo regulados pela entidade administradora (Eizirik *et al.*, 2019).

Atualmente, a regulamentação do funcionamento dos mercados de valores mobiliários é atribuída à Resolução CVM nº 135/2022. A nova normativa manteve boa parte das disposições previstas em 2007. Entretanto, permitiu que administradores da entidade pudessem participar do conselho de autorregulação, desde que 2/3 do referido órgão fosse composto por conselheiros independentes, nos termos do artigo 20, §3º, inciso I e 73 da Resolução CVM nº 135/2022, o que vai na contramão das intenções outrora defendidas.

Isso se acentua ainda mais quando observado o cenário brasileiro, em que há apenas uma Bolsa de Valores Mobiliários atuante no território nacional. Em 1890 foi

criada a Fundação da Bolsa Livre e, em 1967, passou a possuir a denominação BOVESPA. Em 1984, a CETIP, outra entidade administradora de mercados organizados, iniciou a sua operação. Posteriormente, em 1986, a BM&F também iniciou as suas atividades. Portanto, naquele momento, existiam três entidades administradoras de mercados organizados.

Contudo, em 2008, criou-se a BM&FBovespa, resultante da fusão das empresas BOVESPA e BM&F. Em 2017, as duas entidades restantes – BM&FBovespa e CETIP – também passaram por um processo de fusão, criando a atual B3 – a bolsa do Brasil, única atuante no segmento (Brasil, B3, Nossa história, 2025).

Note-se, assim, uma concentração de poder nas decisões tomadas pela B3 e, conseqüentemente, pela entidade que a supervisiona, a BSM, anteriormente abordada.

Em que pese atos de concentração possam acarretar efeitos deletérios para a livre concorrência, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) avaliou os efeitos ocasionados no caso BVMF-CETIP, concluindo por um decréscimo na tarifa média de negociação praticada pela B3, não verificando efeitos concorrenciais adversos relativamente às tarifas praticadas (Pordeus; Resende, 2022).

Contudo, em havendo apenas uma bolsa de valores, o poder regulatório da entidade acaba, de igual modo, aumentando, tendo em vista que os demais participantes devem se sujeitar aos seus regramentos expedidos.

Acerca dos regulamentos expedidos, o artigo 15 da Resolução CVM nº 135/2022 estabelece que a entidade administradora deve desenvolver e manter regras de organização e funcionamento de seus ambientes, principalmente sobre condições para admissão e permanência de participantes nos mercados e definição das classes, direitos e responsabilidade deles. Ainda, pode editar regramentos sobre listagem de emissor e sobre admissão de valores mobiliários à negociação, indicando requisitos e hipóteses em que a listagem pode ser cancelada⁴².

⁴² NDO: o artigo 15 da Resolução CVM nº 135/2022 estabelece que: “Art. 15. A entidade administradora de mercado organizado deve desenvolver e manter regras de organização e funcionamento de seus ambientes e sistemas de negociação ou de registro de operações previamente realizadas. § 1º As regras de que trata o caput devem incluir, no mínimo: I – regulamento de participantes dispondo, dentre outros, sobre: a) condições para admissão e permanência de participantes nos mercados administrados, bem como prazos e procedimentos aplicados na análise de pedidos de admissão e de recursos sobre essa decisão; b) hipóteses relativas à suspensão e exclusão de participantes, bem como prazos e procedimentos aplicados na análise de recursos contra essa decisão; e c) definição das classes, direitos e responsabilidades dos participantes dos mercados administrados; II – regulamento de operações, incluindo, no mínimo, a definição das operações permitidas nos mercados administrados, assim como as estruturas de

É interessante notar que as normas editadas pela entidade administradora, no caso a B3, não estão submetidas à estrutura de autorregulamentação de base legal, a qual compete a fiscalização e a atuação como auxiliar da CVM, mas sim “sob a responsabilidade de sua unidade comercial” (Tannous, 2015, p. 376).

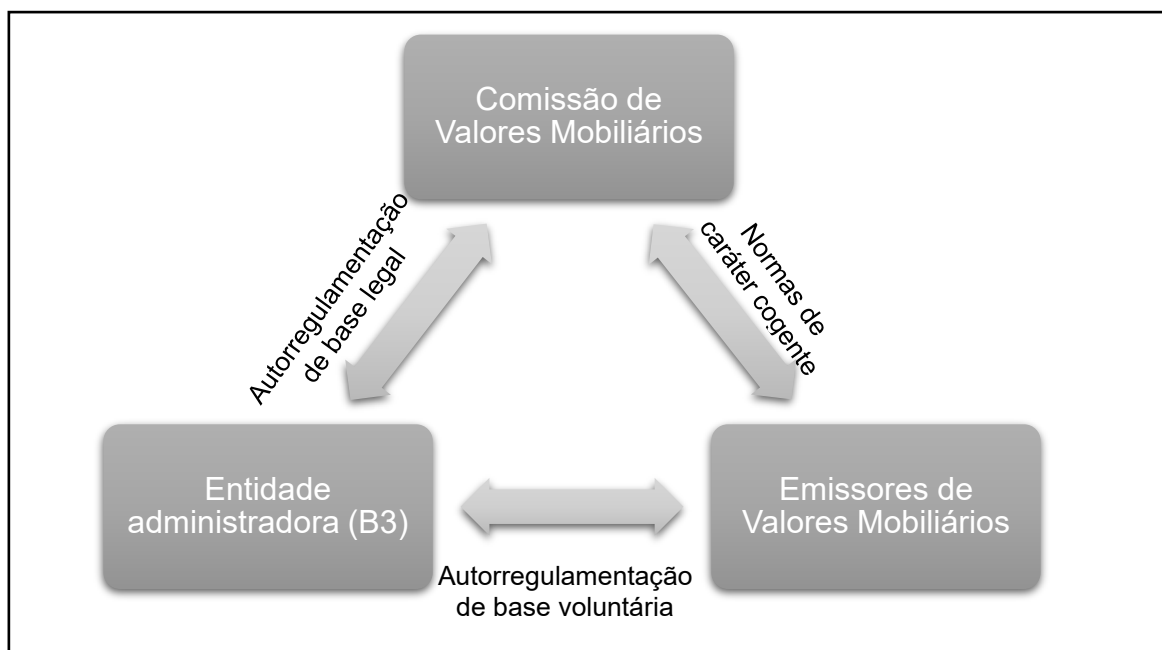
Referidas normas dizem respeito aos segmentos especiais de listagem da B3, consistentes em Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 (Brasil, B3, Segmentos..., 2025). Diferentemente das normas mencionadas no artigo 15 da Resolução CVM nº 135/2022, os requisitos para enquadramento nos respectivos segmentos de listagem possuem natureza de autorregulamentação de base voluntária, ou seja, os participantes do mercado escolhem se submeterem “a determinados padrões de conduta estabelecidos pela entidade administradora” (Tannous, 2015, p. 368).

A autorregulamentação de base voluntária “pressupõe a submissão volitiva de agentes econômicos à supremacia de entidade profissional, seja por meio do ingresso nos quadros associativos da entidade [...] seja por meio de ajuste contratual” (Freire, 2021, p. 165).

Assim, a autorregulamentação, ao menos ao nível da administradora do mercado organizado, pode ser resumida da seguinte maneira:

fiscalização dos negócios realizados ou submetidos a registro; e III – regulamento sobre listagem de emissor, se houver, e sobre admissão de valores mobiliários à negociação, indicando, no mínimo: a) requisitos para a listagem de emissor de valores mobiliários e hipóteses em que a listagem pode ser cancelada, se houver; b) requisitos para a admissão à negociação de valores mobiliários nos mercados administrados; e c) hipóteses em que se procederá à suspensão ou exclusão da negociação de valor mobiliário, observado o disposto no art. 97; d) forma pela qual as decisões de cancelamento e suspensão a que se referem as alíneas “a” e “c” serão divulgadas aos participantes e investidores; e IV – funcionamento de seu departamento de autorregulação, observado o disposto no Capítulo V desta Resolução. § 2º As regras de que trata o *caput* devem ainda: I – empregar ordem lógica e linguagem simples, clara e objetiva; e II – indicar de forma expressa as disposições revogadas ou cuja redação foi modificada, bem como a data para sua entrada em vigor” (Brasil, CVM, Resolução nº 135/2022, 2022).

Figura 4 – Estrutura do mercado de capitais



Fonte: O autor (2025).

Os segmentos de listagem da B3 (à época Bovespa) foram criados em 2000, inspirado no modelo alemão *Neuer Market*, cujo objetivo era “o fortalecimento da governança corporativa das companhias emissoras de valores mobiliários” (Albuquerque; Albanez, 2019, p. 6).

O início da governança corporativa teve como pano de fundo a tentativa de endereçar os problemas de agência existentes entre administradores e os proprietários dos valores mobiliários e os diversos conflitos de interesse existentes dentro de determinada estrutura societária (Correia; Amaral, 2006).

Uma relação de agência ocorre quando uma pessoa, denominada principal, contrata uma segunda pessoa, denominada agente, para prestar determinados serviços em seu benefício envolvendo a delegação de determinadas decisões pelo agente em nome do principal. Dessa maneira, os problemas de agência, que deram azo à Teoria de Agência, dizem respeito àquelas situações em que o agente, agindo em nome do principal, toma determinadas decisões em seu benefício próprio e não daquele que o contratou (Jensen; Meckling, 1976).

No âmbito brasileiro, sobretudo em razão da estrutura de poder de controle, conforme visto anteriormente, os custos de agência também se encontram presentes nas relações entre acionistas controladores e acionistas minoritários, sendo que, nestes casos, há um maior alinhamento entre aqueles que tomam as decisões pelas

companhias (administradores) e os proprietários majoritários das ações emitidas pela companhia e que, assim, causam impacto negativo no valor das empresas (Saito; Silveira, 2008).

No segmento do Novo Mercado, considerado o maior nível de governança corporativa, as regras editadas pela B3 buscam, justamente, endereçar estes problemas, a fim de evitar eventuais conflitos de interesses.

Apenas a título exemplificativo, as companhias que aderem a este segmento possuem vedação estatutária à limitação de voto inferior a 5% do capital votante ou quórum qualificado e cláusulas pétreas. Inclusive, a composição do conselho de administração deve ser de, no mínimo, 03 conselheiros, sendo que, pelo menos 2 ou 20% devem ser independentes⁴³ e com mandato unificado de até dois anos. É vedado, também, a cumulação de cargos de presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa⁴⁴. As ofertas públicas de distribuição de ações destas companhias devem eivar esforços para garantir a dispersão acionária (Brasil, B3, Segmentos..., 2025).

Como é possível perceber, a preocupação deste segmento é evitar a concentração demasiada de poderes, quer sejam dos administradores que, por exemplo, não poderão cumular determinados cargos, quer sejam dos controladores, na medida em que a dispersão acionária é um dos objetivos buscados, além da existência de conselheiros independentes, isto é, sem vinculação ao poder de controle.

No que diz respeito às informações periódicas e eventuais prestadas pelas companhias listadas no novo mercado, há uma preocupação inicial com o investidor

⁴³ NDO: de acordo com a Resolução CVM nº 168, de 20 de setembro de 2022, o enquadramento como conselheiro independente deve ser realizado de forma casuística, considerando a sua relação com a companhia, seu acionista controlador, administradores, sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum. Inclusive, referida Resolução, de forma exemplificativa, prevê que não será considerado conselheiro independente aquele que é acionista controlador, tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia, é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, do administração da companhia ou de administrador do acionista controlador ou é ou foi, nos últimos três anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador (Brasil, CVM, Resolução nº 168, 2022).

⁴⁴ NDO: neste ponto, ainda que a Resolução CVM nº 168/2022 possibilite a cumulação de cargo para aquelas empresas consideradas de menor porte, ou seja, aquelas companhias que tenham auferido receita bruta consolidada inferior a R\$ 500.000,00 no último exercício social (artigo 4º, parágrafo único), o Ofício nº 010/2023-DIE expressamente afasta esta exceção, de modo que aquelas companhias listadas no segmento do Novo Mercado devem observar esta proibição, demonstrando, portanto, a força vinculante (aos aderentes) da autorregulamentação de base voluntária (Brasil, B3, Ofício nº 010/2023-DIE, 2023).

estrangeiro, relativamente à divulgação de fatos relevantes, informações sobre proventos ou mesmo comunicados à imprensa de resultados, tendo em vista a obrigatoriedade de divulgação destas informações em inglês, simultaneamente à divulgação em português (Brasil, B3, Regulamento... artigo 27, 2023), o que não ocorre em outros segmentos.

Do mesmo modo, as empresas listadas no Novo Mercado devem divulgar informações adicionais àquelas previstas para toda e qualquer companhia. No caso, devem apresentar os regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal⁴⁵.

Além disso, nos termos do artigo 31 do Regulamento do Novo Mercado, devem elaborar um código de conduta prevendo, pelo menos, os princípios e valores da companhia, as regras objetivas sobre a necessidade de *compliance* e o conhecimento da legislação e regulamentação em vigor, sobretudo no que se refere às informações sigilosas, combate à corrupção e políticas da companhia (Brasil, B3, Regulamento... - artigo 31, 2023). Aliás, o código de conduta impõe a previsão dos deveres que a companhia possui em relação à sociedade civil, tais como responsabilidades socioambientais, respeito aos direitos humanos e às relações de trabalho⁴⁶. Por fim, a título de conteúdo mínimo exigido, o Código de Conduta deve ainda prever canais de denúncias internas e externas, com a identificação do órgão responsável pela apuração da denúncia anônima, além de mecanismos de proteção que impeçam retaliação em desfavor do denunciante.

Ainda sobre as informações adicionais a serem publicadas pelas companhias que estão listadas no Novo Mercado, o artigo 32 do Regulamento determina que as seguintes políticas devem ser elaboradas e divulgadas: **(i)** remuneração; **(ii)** indicação

⁴⁵ NDO: o artigo 25 do Regulamento do Novo Mercado determina que: A companhia deve elaborar e divulgar os regimentos do conselho de administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando houver. Parágrafo único. O regimento do conselho de administração da companhia deve prever que o órgão incluirá, na proposta da administração referente à assembleia geral para eleição de administradores, sua manifestação contemplando: A aderência de cada candidato ao cargo de membro do conselho de administração à política de indicação; e as razões, à luz do disposto neste regulamento e na declaração mencionada no Art. 17, pelas quais se verifica o enquadramento de cada candidato como conselheiro independente (Brasil, B3, Regulamento... - artigo 27, 2023).

⁴⁶ NDO: é possível perceber que o artigo 31, do Regulamento do Novo Mercado, dá fim ao “interesse social” da companhia, previsto no parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/76, que determina que o uso do poder de controle possui como finalidade: fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária⁴⁷; (iii) gerenciamento de riscos⁴⁸; (iv) transações com partes relacionadas⁴⁹; e (v) negociação de valores mobiliários⁵⁰ (Brasil, B3, Regulamento..., 2023).

Um dos objetivos buscados pelo regime de divulgação de informações adicionais instituído pelo Novo Mercado é a diminuição da assimetria informacional existente entre os acionistas controladores e acionistas minoritários, de modo que estes últimos possam fiscalizar o exercício do poder de controle, já que as políticas a serem desenvolvidas e divulgadas concedem ao investidor previsibilidade e segurança nas indicações realizadas, a fim de coibir eventuais abusos do poder de controle, sobretudo na direção das atividades sociais pelos órgãos da administração e pelo próprio controlador.

Entretanto, em razão das extensas obrigações assumidas pelas companhias, destaca-se o alto custo regulatório. O regime de divulgação obrigatória de informações pelos emissores de valores mobiliários já “representa uma barreira de entrada para pequenos e médios empreendimentos” (Pitta, 2013, p. 363), justamente em razão do alto custo imposto pela regulamentação e autorregulamentação incidentes, o que se

⁴⁷ NDO: exige-se um conteúdo mínimo para a política de indicações aos cargos de conselheiros, administradores e comitês de assessoramento, tais como os critérios para sua composição, indicando, por exemplo, complementariedade de experiências entre os ocupantes, formação acadêmica, disponibilidade de tempo e diversidade, além de detalhar o processo de indicação destes membros, nos termos do artigo 33, incisos I e II do Regulamento do novo Mercado (Brasil, B3, Regulamento... - artigo 33, 2023).

⁴⁸ NDO: a política de gerenciamento de riscos deve apontar os processos, os responsáveis pela identificação, avaliação e monitoramento dos riscos elencados, conforme previsto no artigo 34, do Regulamento do Novo Mercado (Brasil, B3, Regulamento... - artigo 34, 2023).

⁴⁹ NDO: a política de transações com partes relacionadas, sobretudo em razão do potencial conflito de interesse existente, deve prever critérios para a realização de tais negociações, procedimentos para auxiliar a identificação de situações individuais potencializadoras de conflitos de interesse e o impedimento de voto nestas situações, deve ainda pontar os responsáveis pela identificação das partes relacionadas e a classificação como tal e a indicação de instâncias para a aprovação das referidas transações, a depender de valores envolvidos ou outros critérios que, porventura, venham a ser relevantes, conforme estabelecido pelo artigo 35, incisos I a IV do Regulamento do Novo Mercado (Brasil, B3, Regulamento... - artigo 35, 2023).

⁵⁰ NDO: a política de negociação de valores mobiliários deve vincular a companhia, o acionista controlador e deve ser observada pelos administradores, membros do conselho fiscal ou quaisquer outros órgãos de funções técnicas ou estatutárias, bem como por quaisquer terceiros ou empregados que tenham acesso a informações relevantes. Além disso, referida política deve prever períodos de vedação à negociação dos papéis emitidos e, se houver, com derivativos neles referenciados. Ainda, deve apresentar os procedimentos e medidas adotadas pela companhia para o fim de evitar infrações às normas da referida política, bem como conjuntos de parâmetros aplicáveis aos planos individuais de investimento e as regras aplicáveis aos casos de empréstimos de ações da companhia (Brasil, B3, Regulamento..., 2023).

agrava ainda mais quando diante do segmento do Novo Mercado, tendo em vista as obrigações adicionais impostas pela autorregulamentação abordada anteriormente.

Assim, o regime de *disclosure* obrigatório e, em maior medida, o regulamento do Novo Mercado impõem custos diretos e indiretos. Os custos diretos são denominados de custos de aquisição e dizem respeito aqueles inerentes a elaboração e divulgação das informações por parte dos emissores, bem como o custo de oportunidade de todos os envolvidos no respectivo processo, além do processamento e verificação das informações divulgadas (Pitta, 2013, p. 172).

Já os custos indiretos estão ligados a uma porção de situações. Destaca-se os custos relativos à divulgação de informações sensíveis ou estratégicas, as quais podem gerar desvantagem competitiva em determinado produto, serviço ou mercado, sobretudo quando uma empresa se encontra obrigada a divulgar determinadas informações e outra não. Inclusive, a partir desta perspectiva, a divulgação de tais informações pode ocasionar um desincentivo, ao emissor, à busca pela inovação (Pitta, 2013, p. 172).

A questão que se coloca é: em que pese a existência de diversos custos relevantes impostos aos emissores de valores mobiliários, os benefícios do regime de divulgação obrigatória de informações, sobretudo no âmbito do Novo Mercado, superam estes custos?

De acordo com o estudo apresentado por Maria Helena Santana, os valores mobiliários dos emissores que tenham adotado um dos segmentos diferenciados ofertados pela B3 tiveram um impacto mais positivo quando comparado com os emissores que não se encontram vinculados aos referidos segmentos. O estudo comparou o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que leva em conta tão somente as empresas listadas no Novo Mercado ou nos demais níveis, com o índice BOVESPA, durante os anos de 2001 a 2006. O resultado no referido período foi de um aumento de 327% para o IGC e 168% para o BOVESPA (Santana, 2008).

Do mesmo modo, uma análise realizada no período de 30 de agosto de 2015 a 31 de agosto de 2016, concluiu que o segmento do Novo Mercado apresentou uma volatilidade menor durante o processo de *impeachment* da ex-presidente Dilma Rousseff quando comparado com os papéis negociados no mercado tradicional (Albuquerque; Albanez, 2019).

A conclusão apresentada por Vinícius Aversari Martins e colaboradores também aponta os benefícios da migração dos emissores para algum nível diferenciado de governança corporativa, havendo “fortes indícios de que a liquidez das ações é alterada após a migração, sendo os indícios mais fortes para as ações ordinárias” (Martins; Silva; Nardi, 2006, p. 10).

Em estudo que analisou a base acionária daquelas companhias do setor elétrico que adotam níveis diferenciados de governança corporativa e aquelas que não adotam as referidas práticas deste mesmo setor, verificou-se que as primeiras possuem a maior base de acionistas pessoas físicas e jurídicas, em que pese esta não ser condição suficiente para auferir as razões pelas quais o investidor toma a sua decisão de continuar ou não a investir nas companhias analisadas (Costa; Oliveira, 2014).

Por fim, Vilanova, Coan e Korbes (2021) coletaram e analisaram dados de companhias que migraram do segmento tradicional da bolsa de valores para algum nível diferenciado de governança corporativa. O resultado encontrado foi uma melhora nos índices de liquidez destes papéis, em que algumas companhias, antes da migração, não atendiam níveis satisfatório e, após a adoção destas melhores práticas, foram classificadas como investimentos de baixo risco de iliquidez. De igual forma, em que pese haver alguma melhora no valor de mercado de suas ações, esta variação não poderia ser imputada única e exclusivamente à migração realizada, mas sim outros fatores de crescimentos.

Tendo em vista os benefícios advindos de melhores práticas de governança corporativa, dentre elas o trato das informações divulgadas ao mercado, o presente trabalho tem como objetivo sugerir uma modificação no regulamento do Novo Mercado, sobretudo no que diz respeito à responsabilidade civil nos casos em que há o descumprimento do dever de informar.

A escolha por esta iniciativa se deu por duas razões. A primeira dela diz respeito a velocidade em que a mudança poderá ser implementada, tendo em vista que uma alteração legislativa, no âmbito da Lei nº 6.404/1976, acarretaria uma morosidade inerente ao processo legislativo.

A segunda razão se refere ao ambiente que esta sugestão poderia ser implementada. Não se nega a possibilidade de utilização de demandas reparatórias como comportamentos oportunistas de determinados investidores, ocasionando um incentivo econômico à litigiosidade (Brasil, CVM, Fortalecimento..., 2019).

Justamente por isso, os segmentos especiais ofertados pela B3 podem criar um ambiente controlado para verificar o impacto econômico de tal alteração, levando-se em consideração os custos envolvidos para as companhias, os comportamentos adotados pelos investidores, principalmente aqueles oportunistas, bem como o fortalecimento (ou não) dos valores mobiliários emitidos por aqueles que aderirem a tal segmento especial.

Após o transcurso de determinado lapso temporal, os dados coletados poderão apontar se a medida a ser sugerida fortaleceu ou não o mercado de capitais brasileiro, para, após, eventualmente, tomar uma medida amplificada, inerente ao processo legislativo, ou mesmo abandonar o modelo em questão.

Daí dizer que os segmentos especiais se traduzem em um ambiente absolutamente propício para testar mudanças no âmbito da responsabilidade civil da companhia pela falha informacional, sobretudo sob uma perspectiva de retroalimentação deste mesmo sistema, já que os seus usuários (investidores e companhias em geral) poderão, de forma mais rápida, sugerir aprimoramentos para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.

Neste sentido, conforme exposto no início do presente estudo, “falha informacional” possui diversos significados epistemológicos. Pode tratar-se de uma omissão de informação dolosa ou mesmo de informação falsa, ou de uma omissão culposa ou incompleta, pode, ainda, assumir um papel de informação tendenciosa. Ainda, no que diz respeito ao seu conteúdo, pode tratar-se de informação relevante, capaz de influir, de modo ponderável, no preço do ativo e/ou na decisão a ser tomada pelo investidor, como também pode se tratar de informação irrelevante⁵¹.

Por isso mesmo, a sugestão de alteração diz respeito apenas àquelas falhas informacionais graves, isto é: intencionalmente praticadas, seja por ato comissivo ou omissivo. No seu conteúdo, apenas informações tidas como relevantes, capaz de influenciar o preço do ativo e/ou na decisão a ser tomada pelo investidor.

E nem poderia ser diferente, na medida em que, como visto no capítulo 3, não se pode ter como certo que toda e qualquer falha acarretará na responsabilidade civil da administração, do controlador ou da companhia, sobretudo em razão do volume do fluxo de informações recebidas no decorrer da atividade econômica exercida, sob pena de se desestimular o desempenho dessas posições e na abertura do capital das

⁵¹ Para melhor elucidação das multifacetadas falhas informacionais ver a Tese de Doutorado de Mariana Martins-Costa Ferreira (2022).

respectivas sociedades. Assim, é necessário dosar a responsabilidade à luz do dever de diligência e da boa-fé dos envolvidos, sempre levando em consideração o interesse social da companhia (Castro, 2025).

Ainda que não seja o objetivo principal do trabalho a investigação do nexo de causalidade e do dano sofrido pelo investidor, estes pontos também deverão ser endereçados na sugestão a ser realizada.

Estes dois elementos são, sem dúvidas, as questões mais delicadas sob o ponto de vista do ônus da prova do investidor, já que, nos termos do artigo 373, inciso I do Código de Processo Civil (CPC), a ele incumbe provar “fato constitutivo de seu direito” (Brasil, Lei nº 13.105, 2015).

Aliás, o relatório preliminar confeccionado em outubro de 2019 intitulado “*Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro*” expressamente reconheceu que o ônus da prova imputado ao investidor envolvendo ilícitos societário “se mostra difícil na prática e, em alguns casos, até mesmo impossível” (Brasil, CVM, Fortalecimento..., 2019).

Assim, para fins de desenvolvimento da alteração sugerida, acata-se o entendimento desenvolvido por Mariana Martins-Costa Ferreira. Quanto ao dano, os acionistas elegíveis para a propositura da demanda indenizatória deverão (i) realizar a subscrição, a compra ou venda dos valores mobiliários no período em que o valor do ativo estava distorcido; e (ii) o preço do ativo deverá ser corrigido quando da descoberta da falha informacional. Já no que se refere ao nexo de causalidade, é necessário, em um primeiro momento, observar a reação do mercado após a divulgação da informação relevante omitida ou distorcida, atentando-se a três períodos temporais: o período anterior à falha informacional, o período relevante e o período posterior à descoberta do ilícito, seguido por alguma avaliação econômica dos acontecimentos, notadamente através de métodos econométricos como, por exemplo, o métodos da comparação com índices ou o método do estudo de evento. Por fim, há a necessidade da correta valoração da prova produzida, através de um elevado grau de probabilidade da causalidade entre ilícito e o dano ocorrido (Ferreira, 2022).

Por outro lado, ainda que o problema da circularidade tenha sido devidamente endereçado no capítulo 3, cabe destacar que a companhia eventualmente responsabilizada pelo pagamento da respectiva indenização deverá ser ressarcida pelo causador do dano, a fim de restituir o seu patrimônio.

Por fim, é importante classificar o investidor elegível para a propositura da demanda indenizatória. Acredita-se que nem todos os acionistas poderiam mover a respectiva ação de responsabilidade em face da companhia, sobretudo aqueles que possuem maior participação societária ou mesmo esteja investido na posição de acionista controlador. Isso porque, quanto maior a participação societária, maior o controle efetivo da administração. Portanto, eventual relapso do investidor em fiscalizar as atividades sociais não poderá ser recompensado com eventual indenização. Com efeito, sobretudo em razão dos quóruns exigidos para a propositura da Ação de Responsabilidade, previstos no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, sugere-se que os acionistas elegíveis sejam aqueles que possuam participação menor do que 5% do capital social da companhia⁵².

A proposta a seguir realizada poderá ser encaminhada para a Superintendência de Regulação, Orientação e *Enforcement* de emissores da B3, através do endereço eletrônico emissores.listados@b3.com.br, na medida em que este é o setor responsável pela elaboração e aprimoramento dos Regulamentos de Emissores e dos Segmentos Especiais.

Tendo em vista a inexistência de qualquer disposição acerca da responsabilidade civil pela falha informacional no regulamento do Novo Mercado, a inserção da matéria deverá ser realizada em capítulo próprio, sugerindo-se a abertura do '**CAPÍTULO V: RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL**' no referido documento, a ser regulamentado a partir do artigo 65-A⁵³, cuja redação abaixo se sugere:

CAPÍTULO V: RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL

Art. 65-A. A **Companhia** listada no segmento que trata este regulamento se responsabiliza pelas informações divulgadas ao mercado, ainda que esta atribuição seja destinada a algum órgão da administração.

§1º. Em caso de falha grave no dever de informação, a **Companhia** responderá pelos prejuízos causados aos investidores.

§2º. Entende-se por falha grave, a omissão dolosa ou a divulgação de informação falsa, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender, comprar ou manter valores mobiliários

⁵² NDO: nos termos do artigo 159, 4º da Lei nº 6.404/76: "se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social" (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

⁵³ NDO: tendo em vista a existência de um '**TÍTULO III: DISPOSIÇÕES GERAIS**', que se inicia com o artigo 66, optou-se pela criação de um novo artigo, com a indicação da letra maiúscula, em ordem alfabética, a fim de se preservar a estrutura do regulamento, conforme recomendado pela Técnica Legislativa utilizada pelo Congresso Nacional (Penna; Maciel, 2002).

emitidos ou que tenha influenciado, de modo ponderável, o preço dos valores mobiliários emitidos pela **Companhia**.

§3º. São exemplos de falha grave a divulgação de demonstrações financeiras artificiais, de modo a não refletir a real condição econômico-financeira da **Companhia**, riscos não divulgados relativos ao desempenho da atividade econômica desenvolvida ou projeções irreais acerca do futuro da **Companhia**, com o intuito de induzir o investidor em erro.

Art. 65-B. Poderão ajuizar a demanda indenizatória apenas os acionistas minoritários que tenham sofrido dano direto decorrente da falha informacional grave.

§1º. Considera-se como acionista minoritário, especificamente para este fim, aquele que possua, individualmente ou em bloco, participação societária inferior a 5% (cinco por cento), do capital social da **Companhia**.

§2º. O acionista elegível deverá demonstrar que tomou a sua decisão de comprar, vender ou manter determinado valor mobiliário em razão da falha informacional que trata o **art. 65-A** deste Regulamento, ou seja, que estas decisões tenham sido tomadas durante o período em que o valor mobiliário se encontrava distorcido.

Art. 65-C. Previamente ao eventual ajuizamento da demanda, o acionista elegível poderá solicitar os documentos e/ou esclarecimentos à **Companhia** sobre a falha informacional grave ocorrida, cuja solicitação deverá ser respondida no prazo de 15 (quinze) dias após o seu recebimento.

§1º. A **Companhia** poderá se recusar a entregar a referida documentação ou prestar os esclarecimentos solicitados nos casos em que houver comprovado perigo de dano ao seu interesse social.

§2º. Em caso de dúvidas sobre a existência de perigo de dano ao interesse social, controvérsia deverá ser resolvida no âmbito do Tribunal Arbitral que trata o **art. 39** deste Regulamento, a ser suscitado pela **Companhia** ou o acionista elegível.

§3º. A controvérsia sobre o interesse social também poderá ser resolvida através de pedido da **Companhia**, do administrador ou do acionista elegível diretamente à Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do art. 157, §5º da Lei nº 6.404/76, aplicado analogicamente a este caso específico.

Art. 65-D. Compete ao acionista elegível a demonstração do dolo praticado pelo órgão responsável, do nexo de causalidade, a ser avaliado a partir de um elevado grau de probabilidade da causalidade, utilizando-se métodos econométricos, a ser considerado pelo Tribunal Arbitral, e o dano sofrido.

§1º. Em que pese a quantificação do dano experimentado possa ser realizada em sede de liquidação de sentença, o acionista ainda possui o ônus de demonstrar a sua ocorrência durante a instrução processual.

§2º. Nos casos em que houver impossibilidade ou excessiva dificuldade de cumprir o encargo probatório, devidamente demonstrado pelo acionista elegível, o Tribunal Arbitral, em decisão fundamentada, poderá inverter o ônus da prova, especificamente sobre o ponto apresentado, mantendo-se os demais ônus ao encargo do acionista elegível, nos termos do art. 373, §§1º e 2º da Lei nº 13.105/2015 (Código de Processo Civil).

Art. 65-E. A **Companhia** será isenta de responsabilidade se demonstrar que (i) a falha informacional não é considerada grave, nos termos do art. 65-A deste Regulamento; (ii) a decisão de manter, comprar ou vender determinado valor mobiliário, pelo acionista elegível, não decorreu diretamente da falha informacional ocorrida; (iii) a variação do preço do valor mobiliário é decorrente de outras causas que não a distorção apresentada pela falha informacional incorrida ou que esta não seja a causa predominante da referida variação; e (iv) o responsável pelo dever de informar agiu dentro dos parâmetros do dever de diligência, da boa-fé objetiva e no interesse social da **Companhia**.

Art. 65-F. Em caso de condenação da **Companhia** ao pagamento da indenização pleiteada pelo acionista elegível, é seu dever buscar o ressarcimento através da respectiva ação de regresso em desfavor daquele que descumpriu o dever de informação, quer seja o administrador, quer seja o acionista controlador, nos casos previstos no art. 117, *caput*, §§1º, 2º e 3º da Lei nº 6.404/76.

§1º: A deliberação sobre a propositura da demanda ressarcitória seguirá os parâmetros previstos no art. 159 da Lei nº 6.404/76, que trata da Ação de Responsabilidade.

§2º: Em caso de já haver Ação de Responsabilidade ajuizada pela **Companhia** relativamente ao descumprimento do dever de informar e os danos daí decorrentes, quando do pagamento de eventual condenação proveniente da demanda indenizatória que trata este **Capítulo V**, poderá a **Companhia** aditar o seu pedido, desde que não finalizada a fase instrutória, para incluir os valores já pagos a título de indenização aos acionistas elegíveis.

É claro que a sugestão realizada neste trabalho não é imune a críticas e qualquer contribuição é absolutamente bem-vinda para aprimorar a tutela dos investidores do mercado de capitais brasileiro, com o intuito finalístico de fortalecer o referido mercado.

Por outro lado, implementada a alteração acima proposta, sugere-se, após um decurso de prazo razoável, a realização de novos estudos econômicos acerca dos benefícios eventualmente gerados (quer sejam para os investidores, quer sejam para a cotação e liquidez dos valores mobiliários emitidos pelas companhias, quer sejam, ainda, para o fortalecimento e o incentivo de investimento no mercado de capitais nacional) e dos custos incorridos pelas companhias a partir da modificação efetivada, para o fim de verificar se esta cumpriu com o seu papel proposto.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No primeiro capítulo desta Dissertação foram observados os pilares e fundamentos do mercado de capitais, sendo destacado o papel da informação na formação dos preços dos valores mobiliários negociados e o impacto na tomada de decisão pelo público investidor.

Verificou-se que após o fracasso da regulação meritória no contexto americano de 1929, passou-se a adotar o sistema *full disclosure*, o qual busca proteger o investidor através da informação disponibilizada ao mercado (Campos, 2017). Isto é: partindo-se da premissa de que a informação desempenha papel central na formação dos preços dos valores mobiliários e na tomada de decisões pelo investidor, as companhias devem divulgá-las de forma periódica e obrigatória para assegurar o regular funcionamento do mercado de capitais.

A experiência estrangeira, baseada no *Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934, foi incorporada no ordenamento jurídico brasileiro e teve como base teórica a chamada Teoria da Escolha Racional, em que pressupõe que o investidor é um ser racional e, como tal, busca maximizar o seu bem-estar, com base nas informações disponíveis (Vasconcellos, 2011).

A partir disso, o investidor sempre buscará tomar a melhor decisão para atingir esta finalidade, maximizando o seu lucro em cada operação que realizar, analisando, concomitantemente, os riscos de determinados ativos e, conseqüentemente, os custos envolvidos na operação a ser realizada.

Essas escolhas ocorreriam por meio das informações obtidas pelo investidor. Em outras palavras, com a divulgação periódica, o investidor opta por assumir ou não determinados riscos quanto ao ativo em questão, sempre levando em conta o retorno que este investimento poderá gerar.

O segundo fundamento econômico para a adoção do sistema *full disclosure* se encontra na Teoria dos Mercados Eficientes, desenvolvida por Eugene F. Fama (1965). Como visto, o economista sustenta que, em um mercado eficiente, consistente em um grande número de investidores racionais, competindo entre si, para prever o valor futuro dos valores mobiliários, cujas informações importantes são fornecidas gratuitamente para todos os participantes, levariam com que o verdadeiro preço de determinado ativo refletisse, quase que automaticamente, às informações

disponibilizadas aos investidores, ou seja, o valor da cotação atual refletiria um cálculo aproximado do valor intrínseco do valor mobiliário⁵⁴.

Estudos apontam que essa base teórica é um dos principais fundamentos que sustentam o regime de divulgação obrigatória de informações na grande maioria dos países (Pitta, 2013).

Para além disso, verificou-se que a adoção do sistema *full disclosure* endereça, igualmente, os problemas gerados a partir da assimetria informacional, tal como a seleção adversa, os problemas de agência e a diminuição dos custos informacionais envolvidos.

Isso porque nas relações jurídicas existentes no âmbito do mercado de capitais algumas das partes envolvidas possui mais informações sobre determinadas questões do que a outra ponta desta equação (Pires; Pinto Júnior, 2000), tal como ocorre na relação acionistas e administradores, bem como na relação acionista controlador e minoritários.

Em não havendo a obrigatoriedade de divulgar determinadas informações, verificou-se a ocorrência do fenômeno da seleção adversa. Descrevendo este fenômeno, Akerlof (1970) discorre sobre as consequências da assimetria informacional no âmbito do mercado de automóveis usados.

De acordo com o referido economista, na hipótese (i) do vendedor de carros tentar mascarar eventuais imperfeições existentes; e (ii) na impossibilidade de o comprador perceber estas imperfeições nos produtos vendidos, em razão da assimetria informacional, ocasionaria à chamada seleção adversa (Akerlog, 1970).

Em razão da ausência de confiança nos vendedores de carros usados, os compradores aplicariam um desconto nos preços ofertados, tendo em vista que poderiam adquirir produtos de baixa qualidade. Isso faria com que os vendedores de produtos de boa qualidade retirassem os carros do mercado, já que o preço praticado estaria em desacordo com o valor intrínseco do bem, o que levaria a um agravamento da própria seleção adversa⁵⁵.

⁵⁴ “a situation Where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which as of now the market expects to take place in the future. In Other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value” (Fama, 1965, p. 55-59).

⁵⁵ “The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence- as in the case of our automobile “lemons.” It is this possibility that represents the major costs of dishonesty -for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market. There may be potential buyers of good quality products and there may be potential sellers of such products in the appropriate price range; however, the presence of people who wish to pawn bad

Como aponta Wellisch (2018), a seleção adversa se encontra presente no âmbito do mercado financeiro, inclusive ocasionada por assimetrias informacionais ainda maiores, sendo certo que, em não havendo a obrigatoriedade de divulgação de informações, o mercado de valores mobiliários seria um verdadeiro “mercado de limões”⁵⁶, nos termos da expressão alcunhada por Akerlof.

Já os problemas de agência surgem “quando uma parte, denominada ‘representado’ (*principal*), depende de ações tomadas pela outra parte, denominada ‘agente’ ou ‘representante’ (*agent*)” (Armour *et al.*, 2018. p.79). No âmbito do mercado de capitais, os problemas de agência são uma constante, na medida em que os agentes – consistentes, neste caso, nos administradores ou mesmo no acionista controlador em comparação aos acionistas minoritários – buscam suprimir notícias que, eventualmente, não agradam o mercado (Enriques *et al.*, 2018).

A partir destas perspectivas, o trabalho apresentou a importância das informações divulgadas pelas companhias ao mercado em geral. Após, o primeiro capítulo buscou tratar das diversas obrigações as quais as companhias estão sujeitas quando do ingresso no mercado de valores mobiliários.

Estas informações foram agrupadas em três categorias. A primeira, como visto, trata das informações necessárias para a distribuição de valores mobiliários, consistente no sistema dual de registro e emissão de oferta pública destes papéis, o qual sofreu forte influência pela experiência americana (Lamy Filho; Pedreira, 2017).

Referido sistema de registro e emissão de oferta pública possui natureza instrumental, destinado aos investidores para a tomada de decisão de investir ou não em determinada companhia (Eizirik *et al.*, 2019), aplicável apenas quando se estiver diante de uma oferta pública, nos termos da legislação vigente (Lei nº 6.385/1976 e Resolução CVM nº 160/2022).

O trabalho ainda buscou apontar quais são as informações prestadas pelas companhias neste momento, as quais estão estabelecidas nos Anexos A (prospecção de ações), B (prospecção de dívida) e C (destinado a regulamentar as informações necessárias no formulário de referência) da Resolução nº 80/2022.

wares as good wares tends to drive out the legitimate business. The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence” (Akerlog, 1970, p. 495).

⁵⁶ Em seu trabalho, George A. Akerlof intitula o mercado de carros usados de baixa qualidade como “mercado de limões” (Akerlog, 1970, p. 495).

A segunda categoria de informações diz respeito aquelas prestadas no âmbito interno da companhia, ou seja, destinadas aos seus acionistas. Verificou-se que estas obrigações estão intrinsecamente ligadas ao direito essencial de fiscalização da gestão dos negócios sociais e para o exercício de voto quando aplicável.

Na medida em que o direito à informação do acionista encontra-se esparsa ao longo da Lei nº 6.404/1976, o trabalho exemplificou algumas das informações mais relevantes neste contexto, tais como o artigo 133 do mesmo diploma legal, que estabelece os documentos necessários e disponibilizados aos acionistas antes da realização da assembleia geral ordinária, além dos esclarecimentos solicitados aos administradores quando da realização da referida assembleia, nos termos do artigo 134, §2º da Lei nº 6.404/1976.

Outra informação destacada ao longo desta categoria se refere às demonstrações financeiras elaboradas ao final de cada exercício social, conforme estabelecido pelo artigo 176 da Lei nº 6.404/1976.

Estes documentos são absolutamente vitais para a tomada de decisão tanto dos acionistas quanto dos investidores e do mercado em geral. Isso porque é com base as demonstrações financeiras impactam significativamente a tomada de decisões pelos investidores e acionistas em geral.

Alicerçados nestes documentos, os investidores saberão se a atividade é lucrativa, quais os valores a serem recebidos a título de dividendos, quais os prejuízos e custos operacionais com a atividade a companhia possui, quais as perspectivas de investimentos e reservas de capitais realizadas pela companhia para o futuro, dentre tantas outras informações que a escrituração contábil fornece ao mercado em geral.

Tão relevante para a tomada de decisão racional que a Lei nº 11.638/2007 determinou a adequação das demonstrações financeiras e apuração de lucros aos princípios de contabilidade internacionalmente aceitos, a fim de padronizar a escrituração contábil entre empresas nacionais e estrangeiras.

A última categoria tratada no primeiro capítulo refere-se às informações prestadas pelas companhias ao mercado em geral, especificamente no que diz respeito à divulgação de fato ou ato relevante.

O dever de divulgar fato relevante, nos termos do artigo 157, §4º da Lei nº 6.404/1976, não diz respeito tão somente ao acionista em si (tal como ocorre com o dever de divulgar informações internas da companhia), mas sim de um dever de informação a todo o mercado e/ou interessado. Possui como finalidade a garantia da

transparência a todos os investidores ao mesmo tempo, evitando assimetria informacional entre os próprios competidores do mercado. Isto é: trata-se de um comando que visa a igualdade entre os participantes (Cerezetti, 2015).

O enfoque concedido pelo ordenamento jurídico brasileiro leva em consideração apenas a influência significativa na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores, de modo que determinadas informações úteis para o monitoramento pelo acionista minoritário tanto da administração quanto do exercício do poder de controle, por exemplo, não estariam acobertadas pela definição de fato ou ato relevante (Pitta, 2013).

De todo modo, concluiu-se que o dever de informar fato ou ato relevante está ligado à perspectiva de impacto na tomada de decisões ou mesmo na cotação do valor mobiliário, ou seja, não está intimamente ligado à efetiva influência nestes dois pontos (Pitta, 2013).

Trata-se, assim, de um prognóstico a ser feito pela administração. Destacou-se, por outro lado, que não se trata de toda e qualquer possibilidade – ainda que remota – de influenciar estes aspectos, mas sim de modo ponderável. O adjetivo empregado pela legislação impõe um “nível maior de certeza por parte dos administradores da companhia” (Campos, 2017, p. 859).

A lógica por trás do alargamento do regime de divulgação obrigatória de fatos ou atos relevantes foi a necessidade de incrementação da eficácia deste regime informacional (Pitta, 2015).

Contudo, como se constatou, este dever de informação não é absoluto, havendo exceção à regra quando se está diante de eventual risco ao interesse legítimo da companhia, conforme estabelecido pelo §5º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

A questão reside em saber quais interesses podem ser internalizados dentro da sociedade, a fim de compor o legítimo interesse da companhia. Neste ponto, a doutrina aponta que a análise deve ser empírica, a partir de critérios gerias propostos pela teoria da cooperação, sendo eles: continuidade da relação, pequenos números e boa quantidade de informação (Pitta, 2015).

É o caso, por exemplo, de eventual descoberta de um novo produto. Imagine um caso concreto: uma companhia farmacêutica desenvolve um novo remédio para a cura de determinada doença. A descoberta não necessariamente deverá ser divulgada

até que o produto esteja efetivamente desenvolvido e protegido pela Lei nº 9.279/1996, que regulamenta direitos e obrigações relativos à propriedade industrial.

Entretanto, a exceção à regra contida no artigo 157, §5º da Lei nº 6.404/1976 não concede à administração da companhia carta branca para deixar de prestar as informações relevantes. Deve ser interpretada de forma restritiva, já que a regra geral – e um dos pilares do mercado de valores mobiliários – é a adoção do *full and fair disclosure* (Mota, 2022).

Isto é o que se extrai do artigo 6º da Resolução CVM nº 44/2021, eis que o *caput* aponta expressamente que “os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados” (Brasil, CVM, Resolução nº 44, 2021).

E, nesta hipótese, tanto os acionistas controladores e administradores quanto os próprios conselhos de administração e fiscal, além dos órgãos criados pelo estatuto social, estão obrigados a guardar sigilo dessas informações, até a sua divulgação ao mercado, zelando que seus subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, sob pena de responderem solidariamente em caso de descumprimento, conforme estabelecido pelo artigo 8º deste mesmo diploma legal.

Após discorrer sobre o regime informacional aplicável às companhias, o trabalho se prestou a analisar quem seriam os responsáveis pela falha informacional, levando-se em consideração que, nos casos analisados, os requisitos da responsabilidade civil, sobretudo o dano e o nexo de causalidade, já estariam presentes.

O primeiro responsável analisado foi o administrador (aqui incluindo a diretoria e o conselho de administração), destinatário central dos deveres fiduciários, entre eles, o dever de informação.

Concluiu-se que o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade ou pela prática de ato regular de gestão, sendo, contudo, responsável civilmente pelos prejuízos que causa quando proceder (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; e (ii) com violação da lei ou do estatuto (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Ou seja, o administrador que atua dentro de suas atribuições regularmente exercidas não responde pelo insucesso da companhia. Significa dizer que as obrigações assumidas pela administração da sociedade dizem respeito a obrigações de meio e não de resultado (Carvalhosa, 2014).

Entretanto, será pessoalmente responsável quando praticados por ele atos que estejam dentro das suas atribuições outorgadas por Lei ou pelo estatuto, mas que tenha procedido com culpa ou dolo ou com a violação da Lei ou do estatuto, na medida em que, nesta hipótese, o ato praticado é desvirtuado da finalidade exigida, o interesse social (Martins, 1978).

Concluiu-se que a Lei nº 6.404/1976 estabeleceu, de um lado, um rigoroso sistema de responsabilidade do administrador, mas, do outro lado, também não pretendeu a criação de um regime de estrangulamento que limitaria a própria eficiência das companhias e, ao mesmo tempo, desencorajaria que pessoas sérias, honestas e responsáveis assumissem estes encargos (Campos, 2017).

Tanto é assim que não há, em regra, solidariedade na responsabilidade dos administradores, a qual apenas estaria presente ocorre quando **(i)** os demais administradores forem coniventes com a infração cometida, negligentes em descobri-las ou se, tendo conhecimento, deixam de agir para impedir a sua prática (§1º do artigo 158 da LSA); **(ii)** os administradores que, por disposição do estatuto, possuam a atribuição específica de dar cumprimento a determinados deveres legais (§3º do artigo 158 da LSA); e **(iii)** quando o administrador, tendo conhecimento do descumprimento destes deveres legais pelo seu predecessor ou pelo administrador competente, deixa de comunicar este fato para a assembleia-geral (§4º do artigo 158 da LSA).

Na medida em que o regime jurídico estabelecido não se presta a estrangular a atividade da administração da companhia, especificamente sobre o dever de informação, verificou-se a necessidade de estabelecer qual tipo de lapso informacional se está diante.

Não se pode ter como certo que toda e qualquer falha acarretará na responsabilidade civil da administração, sobretudo em razão do volume do fluxo de informações recebidas pelo administrador no decorrer da atividade econômica desenvolvida pela companhia.

É preciso, em primeiro lugar, que a informação seja efetivamente relevante, de modo a influenciar na tomada de decisão pelo investidor e/ou na cotação dos valores mobiliários. Em um segundo momento, a ilicitude pode ser caracterizada a partir de uma omissão da administração, consistente em não realizar a divulgação de alguma informação relevante ao mercado, ou em um ato comissivo, em que o

administrador agiu de forma voluntária e contrária ao ordenamento jurídico que lhe é imposto (Ferreira, 2022).

Absolutamente relevante a distinção entre o ato omissivo e comissivo do administrador, sobretudo para (i) coibir comportamentos oportunistas de investidores; e (ii) estimular o cargo de administração de companhias.

Quando se está diante de uma omissão culposa, pode o administrador ser isentado de responsabilidade quando demonstrar que agiu com boa-fé e visando o interesse social da companhia (Campinho, 2025) no trato informacional, nos termos do artigo 159, §6º da Lei nº 6.404/1976⁵⁷. Neste ponto, é a diligência que deve pautar a interpretação da responsabilização da administração.

Isto não ocorre quando o ato praticado pelo administrador for comissivo, ou seja, intencionalmente deixar de prestar informação relevante ou prestar informação falsa. O ato comissivo possui o condão de fraudar o fluxo informativo, consistente na “representação falsa intencional sobre um ponto material e que causa um prejuízo a uma vítima” (Machado; Gartner, 2018, p. 63).

Constatada a irregularidade cometida pela administração, o trabalho apresentou as possibilidades jurídicas para o ressarcimento do dano ocasionado, notadamente o ajuizamento das demandas *ut universi* e *ut singuli*, cada qual com os seus requisitos legalmente impostos. Ainda, verificou-se a possibilidade de o próprio acionista pessoalmente mover em desfavor do administrador faltoso a respectiva demanda indenizatória, já que as outras duas possibilidades visam reconstituir o patrimônio social da companhia.

O segundo responsável por eventual falha informacional analisado diz respeito à figura do acionista controlador. Inicialmente, o trabalho apontou as características essenciais das companhias abertas, tais como a dispersão acionária e a administração delegada. Contudo, no contexto brasileiro, diante da alta concentração da propriedade acionária, constatou-se que a administração das sociedades não é tão delegada assim (Pargendler, 2021), tendo em vista essa forte influência do poder de controle sobre o conselho de administração e a diretoria, ainda mais quando é esta figura quem, por definição legal, elege e destitui os administradores.

⁵⁷ NDO: o artigo 159, §6º da Lei nº 6.404/1976 prevê a possibilidade do reconhecimento da exclusão da responsabilidade do administrado se o Juiz for “convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (Brasil, Lei nº 6.404, 1976).

Por temor de perderem seus cargos, em que pese a assunção de deveres fiduciários, tais como o dever de informação, “os conselhos reconhecem a credibilidade dessa ameaça e, por conseguinte, anuem com frequência às demandas dos acionistas” (Kraakman *et al.*, 2018, p. 122).

Isso ocorre, pois, o acionista controlador é aquele quem dirige as atividades sociais, fazendo prevalecer o seu voto na respectiva assembleia e elegendo a maioria dos administradores, nos termos do artigo 116, incisos I e II da Lei nº 6.404/1976.

Constatou-se que esta concentração da propriedade acionária pode ser deletéria quando o enfoque diz respeito à relação jurídica com os demais acionistas, já que o controlador poderá atuar de forma a maximizar seus benefícios particulares (Konraht *et al.*, 2015) e, mais ainda, frente à administração não tão delegada.

Neste ponto, o triângulo da Fraude de Cressey toma corpo. De acordo com a teoria desenvolvida por Donald R. Cressey, para uma fraude ocorrer, é preciso três elementos: pressão, oportunidade e racionalização (Henrique *et al.*, 2022).

O elemento da pressão se origina sob duas perspectivas: uma de natureza pessoal ou profissional. Neste último caso, a pressão advém da necessidade do administrador em performar cada vez mais, “alcançando cada vez mais, as metas de desempenho fixadas pelos proprietários e propiciando a manutenção de sua ocupação atual” (Machado; Gartner, 2017, p. 112).

A concentração da propriedade acionária ou, ainda, quando há cumulação de cargo na alta administração são características mais propensas para o cometimento de fraudes (Medrado, 2016).

A Resolução NBC TA 240 (R1) reconheceu que a existência de incentivos ou pressões sofridas pela administração, advindas de fontes externas ou mesmo internas da companhia, para que metas irreais sejam muitas vezes alcançadas é um forte indicativo para a ocorrência de fraudes no âmbito contábil, confirmando, em seu apêndice 1, que um dos fatores de risco de fraude são as “expectativas de lucratividade ou nível de tendência de analistas de investimentos, investidores institucionais, credores significativos ou outras partes externas” (Brasil, CFC, Resolução NBC TA 240(R1), 2016, p. 27).

Nesta perspectiva, o trabalho concluiu que o acionista controlador que age com abuso do poder de controle, no que se refere à falha informacional, pode ser responsabilizado, ainda que a prática tenha sido realizada através de influência da administração a descumprir com seus deveres fiduciários.

O terceiro – e último – responsável pela falha informacional analisado diz respeito à própria companhia. Para tanto, o trabalho perpassou os significados da pessoa jurídica, destacam-se cinco sentidos (i) pessoa-imputação; (ii) pessoa-personalidade jurídica; (iii) pessoa-capacidade jurídica; (iv) pessoa-organização; e (v) pessoa-responsabilidade (Gonçalves, 2024).

O sentido linguístico de pessoa-imputação e pessoa-personalidade jurídica alia-se à teoria do realismo organicista desenvolvida por Gierke (*apud* Salomão Filho, 2019, p. 318), que é absolutamente fundamental na referida análise, na medida em que é “consequência direta da afirmação da vontade da própria sociedade”.

O realismo organicista, com o seu engenhoso artifício argumentativo de que a pessoa jurídica é um organismo social, correspondente a uma estrutura social, com realidade própria, tornou a referida teoria funcional, “com ampla capacidade explicativa da realidade operacional das pessoas jurídicas, mas desprovida da dimensão ideológico-valorativa com que se desenvolveu” (Gonçalves, 2024, p. 314).

O reconhecimento de um ente diverso (companhia) dos seus titulares (acionistas), a partir de uma realidade social pré-existente, é o que faz com que a pessoa jurídica possua manifestação de vontade própria, direitos e obrigações próprios, não se confundindo com a vontade individual de seus acionistas ou mesmo daqueles investidos no cargo de administração.

Em que pese a companhia possuir órgãos administrativos, estes não representam a companhia, mas, na alcunha de Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, eles “presentam” a pessoa jurídica, de modo a concluir que os atos praticados não são dos órgãos deliberativos, mas da companhia em si, pois é ela quem manifesta a sua vontade (Pontes de Miranda, 2000).

Do mesmo modo, o trabalho concluiu que, diferentemente das críticas apontadas a partir do problema de circularidade, a problemática seria ultrapassada pelo fato simples fato de que o patrimônio social não é de titularidade dos acionistas, mas sim da própria companhia. Ou seja: no âmbito de uma relação jurídica entre acionista e a companhia, “a redução do patrimônio social pelo pagamento das indenizações somente poderia refletir indiretamente no patrimônio do acionista pela desvalorização do preço das ações” (Pontes de Miranda, 2000, p. 386).

Ainda que o dever fiduciário seja atribuído ao administrador e, quando este for violado, a administração é pessoalmente responsável, o trabalho concluiu pela possibilidade de aplicação da Teoria da Aparência. Quando o terceiro prejudicado

(neste ponto, o acionista minoritário também deve ser considerado como um “terceiro”) estiver abarcado pela boa-fé, há a exceção da aplicação da Teoria *Ultra Vires Societatis*, cuja aplicação isentaria de responsabilidade a companhia, responsabilizando-se apenas o administrador que teria praticado o ato ilícito. Nestes casos, a companhia responderia pelos atos que teriam sido praticados sob legalidade aparente (Negrão, 2023).

O problema de pesquisa enfrentado durante este trabalho foi, justamente, a análise de quem seriam os responsáveis pelo prejuízo ocasionado ao investidor nos casos em que houver falha informacional no mercado de capitais, falhas estas consideradas graves, conforme anteriormente abordado.

Assim, a conclusão apresentada é pela responsabilidade das três figuras estudadas: a administração, o acionista controlador e a própria companhia, quando demonstrada a prática de ato ilícito, culpa/dolo,nexo de causalidade e o dano experimentado.

O terceiro capítulo se destinou a analisar quantitativamente as decisões proferidas no âmbito de todos os Tribunais de Justiça, Tribunais Regionais Federais, Superior Tribunal de Justiça e Supremo Tribunal Federal sobre a temática estudada, isto é, os responsáveis pela falha informacional no mercado de capitais.

Em que pese o largo período temporal analisado (2009 a 2024), constatou-se poucos casos que tratam do tema, ou seja, apenas seis casos. Apenas a título comparativo, em pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários julgou, em 2023, 72 (setenta e dois) processos administrativos sancionadores, “abrangendo 484 condutas, o maior volume desde 2019, representando um aumento de mais de 45% em relação ao total de 2022” (Prado; Dutra, 2024, p. 6).

Entretanto, A falta de jurisprudência sobre o tema não necessariamente reflete em ausência de práticas ilícitas pelos participantes do mercado, já que, como visto acima, a Comissão de Valores Mobiliários tem cada vez mais julgados casos relacionados a esta temática, o que reforça a problemática aqui estudada.

Uma das explicações que pode ser concedida a este fenômeno se refere à autorregulação do mercado de valores mobiliários, que exige, em alguns segmentos especiais, a adoção de cláusula compromissória nos estatutos sociais das companhias.

Isso justificaria a escassez de decisões proferidas no âmbito do Poder Judiciário brasileiro, já que os dados indicam a existência de cláusula compromissória em boa parte dos Estatutos Sociais das companhias abertas, quer em razão da obrigatoriedade daquelas companhias listadas em determinados segmentos, quer seja em razão da escolha pela arbitragem por aquelas companhias que não eram obrigadas a tanto.

Outro ponto que salta os olhos é que, à luz das poucas decisões proferidas pelo Poder Judiciário, verifica-se a dificuldade do ressarcimento dos prejuízos sofridos pelos investidores.

Estas adversidades estão ligadas à comprovação do efetivo prejuízo – por exemplo, como destacado pelo Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o “caso Grupo Real” – e à demonstração da do próprio ato ilícito e do nexo de causalidade, como destacado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo no julgamento do “caso TELESP”.

Há, ainda, obstáculos relativamente ao sujeito obrigado a indenizar, ou seja, a companhia, o administrador ou o controlador, pois tal como decidido no âmbito do “caso Panamericano” (julgado pela 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo), há o entendimento de que o acionista seria prejudicado apenas indiretamente, sendo a companhia a vítima da prática ilícita.

A partir disso, o quarto e último capítulo, em razão da perspectiva translacional do programa de mestrado ofertado pela Universidade Estadual de Ponta Grossa (Paraná, UEPG, 2025), destinou-se a sugerir uma alteração da responsabilidade civil da companhia no âmbito do Novo Mercado, segmento especial ofertado pela B3.

Conforme visto, o mercado de capitais brasileiro é um ambiente regulado por normas editadas pela Administração Pública, como também normas de caráter autorregulamentador de determinadas entidades.

A autorregulação no âmbito do mercado de capitais possui, assim, duas naturezas distintas. Uma de base voluntária, de âmbito privado e de sujeição facultativa, normalmente firmada através de um vínculo contratual pela adesão a uma determinada organização. E outra de base legal, em que a submissão do participante é coativa (Freire, 2021), que diz respeito àquelas entidades previstas no artigo 17 da Lei nº 6.385/1976.

Neste sentido, constatou-se que as normas editadas pela entidade administradora, no caso a B3, não estão submetidas à estrutura de

autorregulamentação, a qual compete a fiscalização e a atuação como auxiliar da CVM, mas sim sob a responsabilidade de sua unidade comercial (Tannous, 2015).

Referidas normas dizem respeito aos segmentos especiais de listagem da B3, consistentes em Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 (Brasil, B3, Segmentos..., 2025). Diferentemente das normas mencionadas no artigo 15 da Resolução CVM nº 135/2022, os requisitos para enquadramento nos respectivos segmentos de listagem possuem natureza de autorregulamentação de base voluntária, ou seja, os participantes do mercado escolhem se submeterem a determinados padrões de conduta estabelecidos pela entidade administradora (Tannous, 2015).

A análise ainda levou em consideração o resultado positivo existente entre os custos impostos àquelas companhias que aderiram a um maior nível de governança corporativa e os benefícios trazidos pelo segmento optado, sobretudo no que diz respeito à liquidez dos valores mobiliários destes emissores⁵⁸.

Com um cenário positivo, sugeriu-se uma alteração no regulamento do Novo Mercado para a inserção de um novo capítulo no referido regimento, com a criação dos artigos 65-A e seguintes expostos na parte final do trabalho.

A escolha por esta iniciativa se deu por duas razões. A primeira dela diz respeito a velocidade em que a mudança poderá ser implementada, tendo em vista que uma alteração legislativa, no âmbito da Lei nº 6.404/1976, acarretaria uma morosidade inerente ao processo legislativo.

A segunda razão se refere ao ambiente que esta sugestão poderia ser implementada. Não se nega a possibilidade de utilização de demandas reparatórias como comportamentos oportunidades de determinados investidores, ocasionando um incentivo econômico à litigiosidade (Brasil, CVM, Fortalecimento..., 2019).

Justamente por isso, os segmentos especiais ofertados pela B3 podem criar um ambiente controlado para verificar o impacto econômico de tal alteração, levando-se em consideração os custos envolvidos para as companhias, os comportamentos adotados pelos investidores, principalmente aqueles oportunistas, bem como o fortalecimento (ou não) dos valores mobiliários emitidos por aqueles que aderirem a tal segmento especial.

⁵⁸ NDO: Para tanto, ver: Santana (2008); Albuquerque; Albanez (2019); Martins; Silva; Nardi (2006); Costa; Oliveira (2014).

Após o transcurso de determinado lapso temporal, os dados coletados poderão apontar se a medida a ser sugerida fortaleceu ou não o mercado de capitais brasileiro, para, após, eventualmente, tomar uma medida amplificada, inerente ao processo legislativo, ou mesmo abandonar o modelo em questão.

Por fim, a sugestão ainda teve como intuito endereçar algumas das dificuldades apontadas para o ressarcimento do prejuízo sofrido pelo investidor, tais como a prova do nexo de causalidade, o dano sofrido e a figura responsável.

Assim, implementada a alteração proposta, sugere-se, após um decurso de prazo razoável, a realização de novos estudos econômicos acerca dos benefícios eventualmente gerados (quer sejam para os investidores, quer sejam para a cotação e liquidez dos valores mobiliários emitidos pelas companhias, quer sejam, ainda, para o fortalecimento e o incentivo de investimento no mercado de capitais nacional) e dos custos incorridos pelas companhias a partir da modificação efetivada, para o fim de verificar se esta cumpriu com o seu papel apresentado.

REFERÊNCIAS

ABREU FILHO, Carlos Toledo. Capítulo X: acionistas. *In*: VIDIGAL, Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva (coords.). **Comentários à Lei das sociedades por ações**: lei nº 6.404/76. São Paulo: Resenha Universitária; Institutos dos Advogados de São Paulo, 1978. p. 245-264.

AKERLOG, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197008%2984%3A3%3C488%3ATMF%22QU%3E2.0.CO%3B2-6>. Acesso em: 15 jan. 2024.

ALBUQUERQUE, Leonardo Melo; ALBANEZ, Tatiana. Governança corporativa: os níveis diferenciados da B3 e sua relação com o desempenho das ações frente ao *Impeachment* em 2019. *In*: CONGRESSO UPS DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, São Paulo, 24 a 26 jul. 2019. **Anais**. São Paulo: EAC/FEA/USP, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1435.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2025.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. Problemas de agência e estratégias jurídicas. *In*: KRAAKMAN, Reiner *et al.* **A anatomia do direito societário**: uma abordagem comparada e funcional. Tradução de Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018. p. 79-108.

ASCARELLI, Túlio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

BARBOSA, Marcelo. Capítulo II: direitos dos acionistas. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2.ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 219-318.

BATALHA, Wilson de Sousa Campos. **Comentários à lei das sociedades anônimas**: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BRASIL. B3. **Empresas listadas**. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 3 mar. 2025.

BRASIL. B3. **Nossa história**. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/trabalhe-na-b3/nossa-historia.htm. Acesso em: 21 abr. 2025.

BRASIL. B3. **Ofício nº 010/2023-DIE**. 23 jan. 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/60/31/37/B5/C80E5810F534EB48AC094EA8/10.2023-DIE%20->

%20Impactos%20da%20RCVM%20168%20ao%20NM_%20N2%20e%20N1%20-%20Interpretacao.pdf. Acesso em: 26 abr. 2025.

BRASIL. B3. **Regulamento do novo mercado**. B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Versao%202023_.pdf. Acesso em: 27 abr. 2025.

BRASIL. B3. **Segmentos de listagem**. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 3 mar. 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**, 1940. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-2627-26-setembro-1940-412760-publicacaooriginal-1-pe.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20sociedades%20por%20a%C3%A7%C3%B5es.&text=AN%C3%94NIMA%20OU%20COMPANHIA-,Art.,das%20a%C3%A7%C3%B5es%20subscritas%20ou%20adquiridas>. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **DOCCPI nº 52/2023**. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2385602>. Acesso em: 7 abr. 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Exposição de Motivos nº 49, de 3 de fevereiro de 2021**. Brasília: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2268680&fichaAmigavel=nao>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 3741/2000**. Brasília: Câmara dos Deputados, 8 nov. 2000. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=20141>. Acesso em: 17 set. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM nº 07/08**. Brasília: CVM Educação, 30 mar. 2009. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976**. Brasília: Congresso Nacional, 1976. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em: 11 fev. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro**: relatório preliminar. CVM, out. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-me-outubro-2019>. Acesso em: 2 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 461/2007**. CVM, 2007. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 20 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo nº RJ 2005/4069**. Rio de Janeiro: CVM, 11 abr. 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4788-0.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador (PAS) nº RJ 2014/0577**. Rio de Janeiro: CVM, 11 dez. 2017. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2017/20171211_PAS_CVM_RJ_2014_0577_HRT_Voto_Diretor_Relator_Gustavo_Gonzalez.pdf-f2cad8561184ae894bb50fcd465751a. Acesso em: 21 set. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionar CVM nº RJ 2015/12594**. Rio de Janeiro: CVM, 6 dez. 2016. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-absolve-dri-da-ccx-quanto-a-suposta-falha-na-divulgacao-de-informacoes-0876ef135f834f48a18f82b42be77b0a>. Acesso em: 15 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 44/2021**. Brasília: CVM, 23 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 14 set. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 80/2022**. Brasília: CVM, 29 mar. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 14 set. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 81/2022**. Brasília: CVM, 29 mar. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol081.html>. Acesso em: 17 set. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 135/2022**. CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol135.html>. Acesso em: 21 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 160/2022**. Brasília: CVM, 13 jul. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 19 fev. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 168/2022**. CVM, 20 set. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol168.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2025.

BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução NBC TA 240 (R1)**. CFC, 2016. Disponível em: [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA240\(R1\)&_gl=1*rlow1s*_ga*MTU4MDA1OTU3Ny4xNzI2NTc2NDAw*_ga_38VHCFH9HD*MTc0NDA0NjAwOS4zLjAuMTc0NDA0NjAwOS4wLjAuMA](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA240(R1)&_gl=1*rlow1s*_ga*MTU4MDA1OTU3Ny4xNzI2NTc2NDAw*_ga_38VHCFH9HD*MTc0NDA0NjAwOS4zLjAuMTc0NDA0NjAwOS4wLjAuMA). Acesso em: 7 abr. 2025.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm. Acesso em: 18 abr. 2025.

BRASIL. Governo Federal. História do mercado de capitais. **Portal do Investidor**, Brasília, 25 out. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/historia-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 11 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. **Código Comercial**. Presidência da República, 1850. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm. Acesso em: 10 fev. 2024

BRASIL. Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anônomas. **Diário Oficial da União**, Presidência da República, 1882. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%203.150%2C%20DE%204%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201882.&text=Regula%20o%20estabelecimento%20de%20companhias%20e%20sociedades%20anonymas. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 4.506 de 30 de novembro de 1964. Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4506.htm. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Congresso Nacional**, 1965. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728compilado.htm. Acesso em: 11 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1989. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%207.913%2C%20DE%207,no%20mercado%20de%20valores%20mobili%C3%A1rios. Acesso em: 4 jan. 2025.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília: Presidência da República, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 27 dez. 2024.

BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. **Código de Processo Civil**. Brasília: Presidência da República, 2015. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/L13105compilada.htm#art373. Acesso em: 2 maio 2025.

BRASIL. Portal do Investidor. **Conheça o mercado de capitais**. Brasília: Portal do Investidor, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 3 maio 2025.

BRASIL. **Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966**. 2. ed. Brasília: Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, 1965. Disponível em: https://bibliotecadigital.economia.gov.br/bitstream/123456789/1073/1/1964_Programa_Acao_Economica_Governo%20.pdf. Acesso em :11 fev. 2024.

BRASIL. Secretaria de Modernização Institucional e Regional. **Relatório Executivo “Projeto Doing Business”**. Brasília: Secretaria Especial de Modernização do Estado, fev. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/secretariageral/pt-br/noticias/2021/novembro/divulgado-relatorio-executivo-sobre-o-ranking-doing-business/RelatorioExecutivo2.pdf>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Repositórios**. Brasília: Diário da Justiça Eletrônico, 17 dez. 2008. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/sites/porta/p/Jurisprudencia/Repositorios>. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). REsp nº 1.802.569/MT. Relator Ministro Antonio Carlos Ferreira. Julgado em 12 mar. 2024. **Lex:** jurisprudência do STJ, publicação no DJe em 11 abr. 2024. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?b=ACOR&livre=%28RESP.clas.+e+%40num%3D%221802569%22%29+ou+%28RESP+adj+%221802569%22%29.suce.&O=JT>. Acesso em: 4 jan. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Autos nº 9247433-87.2005.8.26.0000**. Relator Ministro Vice-Presidente do STJ. Autuação em 30 jun. 2015. Processo eletrônico STJ baixado e recebido em 29 ago. 2018. Disponível em <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201501537792&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (2ª Região). **Autos nº 0032719-12.2013.4.02.5101**. Relator Ministro Francisco Falcão. Processo do STJ, 6 dez. 2022. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?termo=0032719-12.2013.4.02.5101&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&chkordem=DESC&chkMorto=MORTO>. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **Autos nº 1089065-29.2013.8.26.0100**. Relator Ministro Luis Felipe Salomão. Processo do STJ, 2 ago. 2016. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?termo=1089065-29.2013.8.26.0100&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&chkordem=DESC&chkMorto=MORTO>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Primeira Turma). **Autos nº 0015278-16.2004.403.6100**. Relator Ministro Benedito Gonçalves. Processo Eletrônico do STJ, 27 jul. 2018. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?termo=0015278-16.2004.403.6100&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&chkordem=DESC&chkMorto=MORTO>. Acesso em: 16 mar. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. ADI nº 2601/2002. Relator Ministro Ricardo Lewandowski. Julgado em 03 de fevereiro de 2022. **Lex:** jurisprudência do STF, publicada no DJe em 4 fev. 2022. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=1994794>. Acesso em: 22 set. 2024.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Repositório de jurisprudência do STF**. Brasília: Portal STF, 2025. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/textos/verTexto.asp?servico=jurisprudenciaRepositorioJurisprudencia>. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. (2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem). **Autos nº 1086219-29.2019.8.26.0100**. Juiz Eduardo Palma Pellegrinelli. Processo do TJSP, 4 set. 2019. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cposg/show.do?processo.codigo=RI005TQPZ0000>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. (10ª Câmara de Direito Privado). **Autos nº 0156920-86.2006.8.26.0100**. Relator Coelho Mendes. Processo do TJSP, 4 abr. 2024. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cposg/show.do?processo.codigo=RI00466850000>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BSM Supervisão de Mercados. Quem somos? **Portal BSM**, 2025. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>. Acesso em: 21 abr. 2025.

BSM Supervisão de Mercado. Estrutura. **Portal BSM**, 2025. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/organograma>. Acesso em: 21 abr. 2025.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 379-426.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 9. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2025.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Seção V: deveres e responsabilidade. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2.ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 790-914.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas - 1º volume: artigos 1º a 74**. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas - volume 3**. 6. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. Capítulo 1: parecer jurídico. *In*: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (coords.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 25-48.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Interesse social como finalidade das atribuições. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Maurício Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio (coords.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 4. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2025.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Os deveres e responsabilidades dos administradores das companhias abertas brasileiras. *In*: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 231-252.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3.ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **REGE Revista de Gestão. Vole**, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36549>. Acesso em: 26 abr. 2025.

COSTA, Ricardo Junior Santana; OLIVEIRA, Marianne Costa. Benefícios dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA: Impactos sobre o controle acionário, a participação do pequeno investidor e o volume financeiro no setor elétrico. *In*: IV SEMANA DO ECONOMISTA E IV ENCONTRO DE EGRESSOS, Universidade Estadual de Santa Cruz, Ilhéus-BA, 07 a 10 out. 2014. **Anais**. Ilhéus: UESC, 2014. Disponível em: <https://www.uesc.br/eventos/ivsemeconomista/anais/gt3-3.pdf>. Acesso em: 2 maio 2025.

DAMODARAN, Aswath. **Introdução à avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Tradução de Kleber Nunes; revisão técnica de Eduardo Fortuna e José Rabello Moraes. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2018.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 38. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2025.

DIAS, Ubajara Arcas. **O direito dos acionistas e o poder de controle**. 2011. Monografia (Especialização em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/35844>. Acesso em: 7 abr. 2025.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reiner; ROCK, Edward. Direito Societário e Mercado de Capitais. *In*: KRAAKMAN Reiner *et al.* **A anatomia do direito societário**: uma abordagem comparada e funcional. Tradução de Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018.

ESMANHOTTO, Maria Victória da Fonseca. **Proteção do mercado de capitais no Brasil**: sobreposição de instâncias administrativa e penal. Londrina, PR: Thoth, 2023.

FAMA, Eugene F. Random walks in stock market prices. **Financial Analysts Journal**, v. 21, n. 5, p. 55-59, 1965. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4469865>. Acesso em: 6 nov. 2024.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Responsabilidade civil pela falha informacional no mercado de valores mobiliários**: pressuposto e análise crítica.

2022. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.2.2022.tde-16112022-123744>. Acesso em: 6 abr. 2025.

FOLHA DE SÃO PAULO. 1971: Mercado de ações do Brasil vive euforia com otimismo na siderurgia. **UOL**, Edição Impressa, São Paulo, 5 jan. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/banco-de-dados/2021/01/1971-mercado-de-acoes-do-brasil-vive-euforia-com-otimismo-na-siderurgia.shtml>. Acesso em: 11 fev. 2024.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; TANNOUS, Thiago Saddi. O acionista controlador tem o dever de sacrificar os próprios interesses em favor dos interesses da companhia, no contexto de uma relação contratual? *In*: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de (orgs.). **Comissão de valores mobiliários**: precedentes comentados. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 173-182.

FREIRE, Lucas Alves. O modelo brasileiro de autorregulação do mercado de valores mobiliários: identificando possíveis fragilidades na autorregulação de base voluntária. **Revista da PGBC**, v. 15, n. 2, p. 157-174, dez. 2021. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/download/35/162>. Acesso em: 19 abr. 2025.

GALBRAITH, John Kenneth. **The great crash 1929**. Penguin Books Ltd., 1975.

GALBRAITH, John Kenneth. **A economia das fraudes inocentes**: verdades para o nosso tempo. Tradução de Paulo Anthero Soares Barbosa. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

GONÇALVES, Diogo Costa. **O que é a pessoa jurídica?** – fundamentos históricos e dogmáticos da personificação. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

GUIMARÃES, Leonardo. Mercado de capitais encolhe 15% em 2023; Anbima espera 2024 melhor, com IPOs. **Infomoney**, 18 jan. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/balanco-mercado-de-capitais-2023/>. Acesso em: 18 maio 2025.

HENRIQUE, Marcelo Rabelo; OLIVEIRA, Nicole da Silva; SAPORITO, Antonio; BRAZ, Sandro. Fraudes contábeis: um estudo de caso em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade Dom Alberto**, Santa Cruz do Sul, v. 11, n. 22, p. 22-49, 2022. Disponível em: <https://revista.domalberto.edu.br/index.php/revistadecontabilidadefda/article/view/857/766>. Acesso em: 6 abr. 2025.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, n. 3, p. 305-360, 1976. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub>. Acesso em: 26 abr. 2025.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. 16. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2025.

KARNAL, Leandro; MORAIS, Marcus Vinícius de; FERNANDES, Luiz Estevam; PURDY, Sean. **História dos Estados Unidos**: das origens ao século XXI. São Paulo: Contexto, 2007.

KONRAHT, Jonatan Marlon; CAMARGO, Raphael Vinicius Weigert; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, 35(2), 105-121. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.31371>

KRAAKMAN, Reinier *et al.* **A anatomia do direito societário**: uma abordagem comparada e funcional. Tradução de Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luís Bulhões. Órgãos sociais. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luís Bulhões (coords.). **Direito das companhias**, 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 563-595.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Classes de companhias. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 95-117.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado: a tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. *In*: WALD, Arnoldo, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (coords.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 49-80.

LEONARDO, Rodrigo Xavier; RODRIGUES JR., Otavio Luiz. A autonomia da pessoa jurídica – alteração do art. 49-A do Código Civil: art. 7º. *In*: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (coords.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica**: lei 13.874/2019. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 255-270.

MACHADO, Michele Rílany Rodrigues; GARTNER, Ivan Ricardo. Triângulo de fraudes de Cressey (1953) e a teoria da agência: estudo aplicado a instituições bancárias brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 32, p. 108-140, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n32p108>. Acesso em: 7 abr. 2025.

MACHADO, Michele Rílany Rodrigues; GARTNER, Ivan Ricardo. A hipótese de Cressey (1953) e a investigação da ocorrência de fraudes corporativas: uma análise empírica em instituições bancárias brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 76, p. 60-81, 2018. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/141337>. Acesso em: 6 abr. 2025.

MAHONEY, Paul G. The Origins of the blue-sky laws: a test of competing hypotheses. **The Journal of Law & Economics**, v. 46, n. 1, p. 229-251, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1086/345580>.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo I - artigos 106 a 165. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

MARTINS, Vinícius Aversari; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. Governança corporativa e liquidez das ações. *In*: 30º ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, Salvador-BA, 23 a 27 set. 2006. **Anais**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. Disponível em: https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficd-3093.pdf. Acesso em: 2 maio 2025.

MATTHEWS, Geroge C. Blue sky regulation and public utility securities. *In*: NINTH:ANNUAL CONVENTION OF THE GREAT LAKES DIVISION NATIONAL ELECTRIC LIGHT ASSOCIATION. French Lick Springs, Indiana, cap. 3, september 26, 27 e 28, 1929. **Great Lakes Division, N.E.L.A.** Chicago: 20 North Wacker Drive Building, 1929. p. 1-8. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/1933/0926-27-2829mathews.pdf>. Acesso em: 20 set. 2024.

MEDRADO, Franciele Cristina. **Indicadores econômico-financeiros como red flags de riscos de fraudes ou manipulação contábil**. 2016. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: https://repositorio.cgu.gov.br/bitstream/1/41960/5/9_Dissertacao_Franciele_Dematte.pdf. Acesso em: 7 abr. 2025.

MOREIRA, Alberto Camiña. A ação civil pública da Lei 7.913/89 entre o direito coletivo e o direito societário. *In*: WALD, Arnaldo, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (coords.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 313-364.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2022.

MOTTA, Paulo Roberto Ferreira. **Agências reguladoras**. Barueri, SP: Manole, 2003.

MULLER, Viviane. P. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. **Researchgate**, p. 1-54, set. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569>. Acesso em: 6 nov. 2024.

NATIONAL GEOGRAPHIC BRASIL. Os 5 fatos históricos que você deve saber sobre a Primeira Guerra Mundial. **Redação National Geographic Brasil**, 9 maio 2023. Disponível em: <https://www.nationalgeographicbrasil.com/historia/2023/05/os-5-fatos-historicos-que-voce-deve-saber-sobre-a-primeira-guerra-mundial>. Acesso em: 10 set. 2024.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa – vol. 1: teoria geral da empresa e direito societário**. 19. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023.

OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. **Novo Perfil da regulação estatal: administração pública de resultados e análise de impacto regulatório**. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

PARANÁ. Universidade Estadual de Ponta Grossa (UEPG). **Mestrado: apresentação**. Ponta Grossa: UEPG, 2025. Disponível: <https://www2.uepg.br/direito/mestrado/apresentacao/>. Acesso em: 4 maio 2025.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. 2.ed., rev. e ampl. São Paulo: Almeida, 2021.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Órgãos sociais. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 563-632.

PENNA, Sérgio F.P.O.; MACIEL, Eliane Cruxên B. de Almeida. **Técnica Legislativa: orientação para a padronização de trabalhos**. Brasília: Senado Federal, Secretaria Especial de Editoração e Publicações, 2002. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/institucional/estrutura/SF/OAS/CONLEG/arquivos/manuais/tecnica-legislativa>. Acesso em: 2 maio 2025.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. 3ª. reimp. São Paulo: Atlas, 2024.

PIRES, Melissa Cristina Pinto; PINTO JUNIOR, Helder Q. **Nota Técnica ANP nº 009/2000**. Assimetria de informações e problemas regulatórios. Brasília: Agência Nacional de Petróleo (ANP), 2000. Disponível em: <https://www.gov.br/anp/pt-br/centrais-de-conteudo/notas-e-estudos-tecnicos/notas-tecnicas/arquivos/2000/nota-tecnica-9-2000.pdf>. Acesso em: 5 abr. 2025.

PITTA, André Grunspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PITTA, André Grunspun. Artigo 21-A. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à lei do mercado de capitais: Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 479-482.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Campinas: Bookseller, 2000.

PORDEUS, Lucas Silveira; RESENDE, Guilherme Mendes. **Documento de Trabalho nº 005/2022: avaliação ex-post de ato de concentração - o caso BVMF-CETIP**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), 2022. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de->

conteudo/publicacoes/estudos-economicos/documentos-de-trabalho/2022/DOC_005-2022_Avaliacao-ex-post-de-AC_O-caso-BVMF-CETIP_vf.pdf. Acesso em: 21 abr. 2025.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. *In*: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (coords.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 365-427.

PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **Além dos números da CVM: enforcement** no mercado de capitais brasileiro. 5. ed. São Paulo: FGV Direito SP, 2024. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/items/c094e721-a984-44db-82d6-1efdb278feaf?utm_source=portal-fgv&utm_medium=fgvnoticias&utm_id=fgvnoticias-2025-01-08. Acesso em: 3 mar. 2025.

RAMUNNO, Pedro Alves Lavacchini. **Controle societário e controle empresarial: uma análise da influência sobre o controle empresarial pelo Estado brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2017.

REINO UNIDO. **Companies Act**, p. 290-582, 1929. Disponível em: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1929/23/pdfs/ukpga_19290023_en.pdf. Acesso em 20 set. 2024.

RIZZARDO, Arnaldo. **Introdução ao direito e parte geral do código civil**. 8.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança corporativo: custos de agência e estrutura de propriedade. RA-CLASSICOS. **Revista Adm. Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/nYsfxxRCTy9S6zMq375ChNM/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 26 abr. 2025.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SANTANA, Maria Helena. The novo mercado by Maria Helena Santana. *In*: SANTANA, Maria Helena; ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; YURTOLGU, B. Burcin; CUNHA, Mauro Rodrigues da. **Novo mercado its followers: case studies in corporate governance reform**. São Paulo: Word Bank Group, 2008. p. 2-40. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C0/56/EC/08/88337610515A8076AC094EA8/Novo%20Mercado_Focus%20_IFC%202008_.pdf. Acesso em: 2 maio 2025.

SANTANDER. **Estatuto social**. São Paulo: Banco Santander (Brasil) S.A., 2024. Disponível em: <https://www.santander.com.br/ri/estatuto-codigo-politicas>. Acesso em: 3 mar. 2025.

SILVA JUNIOR, Altamiro. Mercado de capitais brasileiro bate novo recorde com movimentação bilionária no 1º tri. **Estadão - E-investidor**, 14 abr. 2025. Disponível

em: <https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/mercado-capitais-brasil-recorde-1-trimestre-2025-anbima/>. Acesso em: 3 maio 2025.

SILVEIRA LOBO, Carlos Augusto da. Constituição por subscrição pública. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 509-522.

TANNOUS, Thiago Saddi. Arts. 15, 16, 17 & 18. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à lei do mercado de capitais**: lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 339-378.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. **Fundamentos de economia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VILANOVA, Letícia de Souza; COAN, Fernanda Mosseline Josende; KORBES, Paulo José. Capítulo 13: impacto da adesão a níveis de governança corporativas nas companhias de capital aberto. *In*: SENHORAS, Elói Martins (org.). **Administração: estudos organizacionais e sociedade** 4. Ponta Grossa-PR: Atena, 2021. p.170-190.

WALD, Arnoldo. **Estudos e pareceres de direito comercial**: problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1972.

WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WALD, Arnoldo. A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas. *In*: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (coords.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 81-172.

WARDE JR., Walfrido Jorge; BITTENCOURT, Rodrigo Jesuino. O duplo regramento do dever de informar nas sociedades de economia mista. *In*: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de (orgs.). **Comissão de valores mobiliários**: precedentes comentados. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 159-172.

WELLISCH, Jula Sotto Mayor. Art. 8º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais** – lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 161-176.

WELLISCH, Jula Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.