

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 30

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2022

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Ricardo Villela Mafra Alves da Silva, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Campinho e Prof. Vitor Augusto José Butruce).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsèrié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTA NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Carlos Eduardo Koller (PUC-PR), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Versiani (UFLA), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida (UNIRIO), Marcelo de Andrade Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Raphaela Magnino Rosa Portilho (UERJ), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (UERJ), Rodrigo da Guia Silva (UERJ), Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (UFJF), Thalita Almeida (UERJ) e Vitor Butruce (UERJ).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 30 (janeiro/junho 2022)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR PELA COMPANHIA ABERTA: CARACTERIZAÇÃO E IMPUTAÇÃO DO ATO À PESSOA JURÍDICA¹

VIOLATION OF THE DUTY TO INFORM BY THE PUBLICLY-TRADED CORPORATION: DEFINING FACTORS AND ATTRIBUTION OF THE ACT TO THE LEGAL ENTITY

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

Resumo: O presente trabalho busca investigar a violação do dever de informar pela companhia aberta, especialmente quanto à sua caracterização e à imputação do ato à pessoa jurídica. O trabalho delimita, em primeiro lugar, o dever de informar da companhia aberta na qualidade de emissora de valores mobiliários, diferenciando-o das obrigações de divulgação dos administradores. Em seguida, são analisadas as situações em que uma informação pode ser considerada imprecisa ou falsa, para fins da caracterização da violação do dever de informar. Por fim, a terceira parte do trabalho se dedica a demonstrar a possibilidade da imputação do ato de divulgação à companhia aberta.

Palavras-chave: Companhia Aberta. Dever de informar. Violação do dever de informar. Informação imprecisa. Informação Falsa. Imputação do ato de divulgação

Abstract: This paper aims to analyze the violation of information duty by the publicly-traded corporation, especially with respect to its characterization and attribution of the violation to the corpora-

¹ Artigo recebido em 30.06.2022 e aceito em 25.07.2022.

* Professor. Doutor e Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ. Mestre (LLM) em Direito Empresarial pela UCLA School of Law. Graduado em Direito pela Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ. Advogado. E-mail: rmafra@vieirarezende.com.br

tion. The study defines the duty to inform of the publicly-traded corporation, distinguishing such duties from those of the managers. It then addresses the circumstances under which an information may be deemed misleading or false, resulting in violation of the duty to inform. Lastly, it shows that the violation may be attributed to the corporation.

Keywords: Publicly-traded company. Duty to inform. Violation of the duty to inform. Misleading information. False information. Attribution of the disclosure.

Sumário: Introdução. 1. O dever de informar da companhia aberta. 1.1. O dever de informar dos administradores de companhia aberta. 1.2. O dever de informar da companhia aberta como emissora de valores mobiliários. 2. A violação do dever de informar: a divulgação da informação imprecisa ou falsa. 2.1. Os conceitos de falsidade e imprecisão da informação divulgada ao mercado. 2.2. A informação objetiva enganosa: a informação falsa e a informação objetiva eivada de imprecisão. 2.3. A informação subjetiva enganosa: a informação subjetiva eivada de imprecisão enganosa. 3. Imputação do ato de divulgação à companhia aberta. Conclusão.

Introdução.

O presente trabalho tem como objetivo investigar a violação do dever de informar pela companhia aberta, especialmente quanto à sua caracterização e à imputação do ato à pessoa jurídica. A principal hipótese a ser analisada é de que a legislação e as normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) impõem deveres de informação específicos à companhia aberta, que não se confun-

dem com aqueles atribuídos aos seus administradores, cuja violação pode ser imputada diretamente a ela.

Para os fins propostos, o trabalho examinará, em primeiro lugar, o dever de informar da companhia aberta na qualidade de emissora de valores mobiliários, diferenciando-o das obrigações de divulgação dos administradores. Em seguida, serão analisadas as situações em que uma informação pode ser considerada imprecisa ou falsa, para fins da caracterização da violação do dever de informar. Por fim, a terceira parte do trabalho será dedicada à questão da imputação do ato de divulgação à companhia aberta. O método de análise empregado será o dedutivo, a partir de pesquisa documental.

1. O dever de informar da companhia aberta.

O dever legal de prestar informações ao mercado e o regime de divulgação obrigatória caminham de mãos dadas, pois “de nada adiantaria a existência do princípio da transparência se os participantes do mercado não fossem juridicamente obrigados a fornecer ao público as informações a eles e a seus títulos pertinentes”.²

A divulgação obrigatória de informações nas companhias abertas possui três eixos centrais, que contemplam acionistas, investidores de mercado ou ambos,³ sendo que há regras que obrigam: (i) os administradores a divulgar informações aos acionistas em assem-

2 MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. *In*: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital*. São Paulo: Lazulli Editora, 2004. p. 115.

3 “As leis nº 6.385 e 6.404, ambas de dezembro de 1976, voltadas para a modernização da legislação do anonimato e criação de mercado de ações eficiente, contemplam regras sobre prestação de informações quer para acionistas quer para potenciais investidores” (SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JÚNIOR, Walfrido Jorge Warde; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 232).

bleia geral ordinária e aos investidores de mercado; (ii) o emissor de valores mobiliários a divulgar informações a investidores de mercado; e (iii) o acionista controlador e acionistas relevantes da companhia a divulgar informações ao mercado a respeito de suas posições acionárias.

Enquanto algumas informações visam “a atender interesses tanto de membros da sociedade quanto do mercado”, outras têm por objetivo “atender apenas a demandas internas focadas, usualmente, na criação e preservação da confiança entre sócios e administradores da sociedade”.⁴

Os três eixos de prestação de informações mencionados acima resultam na formação de dois grupos distintos que possuem direito subjetivo à informação: “no primeiro grupo, têm-se os acionistas e obrigacionistas, atuais investidores; e, no segundo, os investidores potenciais e, portanto, o próprio mercado”.⁵ As regras acerca do dever de informar dos administradores de companhias abertas e de acionistas estão concentradas na Lei nº 6.404/1976, enquanto as regras sobre o dever de informar da própria companhia, enquanto emissora de valores mobiliários, estão dispostas na Lei nº 6.385/1976.⁶

Não se deve incorrer no erro, no entanto, de encarar a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 como normas que instituem microsistemas jurídicos distintos, que não se comunicam. Ao contrário, os dois sistemas são complementares e foram “concebidos como núcleo da estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro”.⁷

4 *Ibidem.* p. 217.

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

6 SZTAJN, Rachel, *Op. Cit.*, p. 232. No mesmo sentido: “[o] princípio do disclosure encontra-se previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei nº 6.385/1976. Dentre eles, destacam-se os artigos 4º, VI; 8º, III; 19; 20 e 22, §1º” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 484).

7 TANJI, Marcia. *Mercado de capitais: formas de atuação do Estado*. Tese (Doutorado em

Esses dois sistemas complementares de transparência no âmbito societário serão explorados nas próximas seções, que buscarão diferenciar: (i) o dever de informar dos administradores de companhias; e (ii) o dever de informar da companhia aberta, como emissora de valores mobiliários.

1.1. O dever de informar dos administradores de companhia aberta.

O dever de informar faz parte do feixe de deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas e foi previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/1976. Os deveres fiduciários decorrem das funções que são atribuídas aos órgãos da administração e exigem certos padrões de conduta dos administradores, que devem observá-los em sua atuação orgânica.⁸ Embora os deveres fiduciários estabeleçam-se entre os administradores e a companhia em primeiro lugar, os acionistas tornam-se seus destinatários quando seus interesses particulares convergem com o interesse social da companhia.⁹

Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013. p. 120.

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

9 “Esses deveres, caracterizados como deveres fiduciários (‘fiduciary duties’) no direito anglo-saxão, têm como paradigma a figura do trust, ou seja, da fidúcia, partindo da ideia de que os administradores seriam trustes da sociedade, entendendo essa expressão não no sentido simplesmente da pessoa que se coloca na posição de quem detém a guarda e a gestão de bens alheios, mas de quem desempenha a função de gestor e representante de uma entidade moral.

O dever de informar dos administradores pode, por vezes, sobrepor-se ao dever de informar do próprio emissor de valores mobiliários, isto é, da companhia.¹⁰ Essa sobreposição ocorre, principalmente, na obrigação de divulgar ato ou fato relevante.¹¹

O artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 estabelece 4 (quatro) hipóteses de divulgação pelo administrador, que dizem respeito à sua obrigação: (i) de informar, no ato de sua posse e no caso de eventuais alterações, sua posição acionária e sua titularidade de certos valores mobiliários de emissão da companhia ou das sociedades controladas e do mesmo grupo (artigo 157, *caput* e §6º); (ii) de prestar certas informações à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, §1º, alíneas “a” a “d”); (iii) de divulgar ato ou fato

No exercício dessa função legal, os deveres fiduciários dos administradores teriam como credores ou destinatários imediatos a própria sociedade, e não os terceiros que com ela se interrelacionam, mesmo que sejam acionistas minoritários ou investidores. Estes somente serão destinatários desses deveres a que estão submetidos os administradores quando os seus interesses particulares venham a se confundir com o interesse social” (*Ibidem*. p. 59).

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

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

relevante nos negócios da companhia à assembleia geral ordinária, mediante requerimento de acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (artigo 157, §1º, “e”); e (iv) de comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influenciar, de forma ponderável, a tomada de decisão dos investidores de mercado (artigo 157, §4º).

A divulgação de informações pelo administrador, no entanto, não substitui ou afasta o dever de informar da própria companhia aberta na qualidade de emissora de valores mobiliários, nos termos da Lei nº 6.385/1976. Com relação a esse dever, ainda que a divulgação seja realizada por meio dos órgãos de administração, trata-se de ato praticado pela companhia em nome próprio, em obediência às regras de transparência que lhe são impostas pelo ordenamento. Cumpre examinar, portanto, quais são os deveres de informar da companhia aberta.

1.2. O dever de informar da companhia aberta como emissora de valores mobiliários.

O dever de informar dos administradores, embora seja importante instrumento de tutela dos interesses dos acionistas, é insuficiente para garantir os direitos de investidores de mercado, em função do seu escopo estrito.¹² Faz-se necessário ultrapassar os limites subjetivos próprios do direito do acionista à informação para um dever mais amplo de divulgação ao público investidor¹³.

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

13 “Mas eis que aqui junto a este direito subjetivo do acionista, ao qual corresponde o dever da sociedade de facilitar as informações, aparece hoje um dever mais amplo, um dever de informação ao público, precisamente a cargo daquelas sociedades que apelam à poupança

Dado que a informação é utilizada por investidores para precificar ativos e tomar decisões de investimento, as companhias devem assegurar que as informações divulgadas ao mercado sejam corretas, claras, precisas e suficientes. O direito brasileiro, a exemplo de outros ordenamentos, adotou o regime de divulgação obrigatória de informações pelos emissores de valores mobiliários como a principal forma de tutelar a confiança dos investidores nos mecanismos de troca¹⁴ e protegê-los de abusos no uso de informações privilegiadas por *corporate insiders*.¹⁵

A Lei nº 6.385/1976 estabeleceu requisitos claros a respeito da divulgação de informações nos mercados primário e secundário por companhias abertas.

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

popular, levando suas ações à bolsa. Em tal caso, a marcha dos negócios da sociedade não interessa somente aos acionistas, mas interessa também ao público em geral, a todos os cidadãos que podem, talvez, querer ser acionistas adquirindo ações da sociedade em questão, e que, portanto, têm direito de ser informados do que ocorre no seio da sociedade. O direito individual converteu-se em um dever público” (*Ibidem*. p. 50).

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

15 BRASIL. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976*. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em 30 de junho de 2022. p. 5.

necimento de informações que julgar pertinentes para a proteção dos investidores.

Quanto às operações no mercado secundário, o artigo 21, § 6º, II, da Lei nº 6.385/1976 delega à entidade poderes para expedir normas sobre as informações e documentos que as companhias devem apresentar para obter o registro de companhia aberta. O artigo 21-A permite que a CVM emita normas referentes à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por pessoas que tenham acesso a informações relevantes. O artigo 22 estabelece, em seu § 1º, que compete à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas acerca das informações que devem divulgar e da periodicidade da divulgação, das informações que devem ser prestadas por administradores sobre negociações com valores mobiliários da companhia, de suas controladoras e controladas, da divulgação de deliberações da assembleia geral e de fatos relevantes sobre seus negócios¹⁶ e da realização de reunião anual com acionistas e agentes do mercado para divulgação de determinadas informações financeiras.

As obrigações informacionais da companhia aberta nos mercados primário e secundário foram detalhadas nas normas editadas pela CVM.

O mercado primário é a porta de entrada do mercado de valores mobiliários. É no mercado primário que ocorrem as ofertas públicas, quando valores mobiliários são ofertados ao público investidor,¹⁷ seja por meio de uma emissão de novos valores mobiliários

16 Deve-se atentar à redação do artigo 22, § 1º, VI, da Lei nº 6.385/1976. O dispositivo estabelece, de forma muito clara, que a CVM deve expedir normas aplicáveis às companhias abertas a respeito da divulgação de “fatos relevantes ocorridos nos seus negócios”. Não deve haver dúvidas, pela clareza do texto, de que a Lei nº 6.385/1976 – diferentemente da Lei nº 6.404/1976 – impôs o dever de divulgar fato relevante à companhia, e não aos seus administradores.

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

(oferta primária), seja por meio de uma venda de valores mobiliários já emitidos (oferta secundária).¹⁸

Pela oferta primária, a companhia emite valores mobiliários ao mercado, captando recursos para sua atividade, os quais são somados ao seu patrimônio. Pela oferta secundária, acionistas ou titulares de valores mobiliários da companhia vendem seus títulos ao mercado. Nessas, quem recebe os recursos em contraprestação aos valores mobiliários ofertados não é a companhia, mas sim os ofertantes¹⁹, com a ressalva de que a própria companhia pode vender ações mantidas em tesouraria nas ofertas secundárias.²⁰

No contexto de uma oferta pública de valores mobiliários, o principal objetivo da regulação é garantir que os investidores tenham

mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 341).

18 “As ofertas são primárias quando há emissão de novos valores mobiliários pela companhia no contexto da oferta. Ou seja, para que uma companhia realize uma oferta de ações de distribuição primária deverá, no contexto da oferta, emitir novas ações a serem subscritas pelos investidores. [...] Já as ofertas secundárias consistem na alienação de valores mobiliários já emitidos e detidos pelos titulares desses valores, que irão entregá-los aos investidores que adquirirem tais títulos no contexto da oferta. Esse seria o caso, por exemplo, de um acionista que decide alienar suas ações numa oferta pública para terceiros” (SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. *Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários*. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 804).

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

20 A possibilidade é expressamente prevista no artigo 5º, II, da Resolução CVM nº 77/2022, como hipótese de dispensa da necessidade de aprovação pela assembleia geral. Confirma-se o dispositivo: “Art. 5º A aprovação por parte da assembleia geral a que se refere o art. 4º é dispensada quando se tratar de: [...] II - oferta pública de distribuição secundária de ações em tesouraria ou de valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações em tesouraria”.

acesso a informações adequadas sobre a oferta e os ativos ofertados,²¹ de modo a reduzir a assimetria de informações entre o ofertante e os destinatários da oferta.²²

A Instrução CVM nº 400/2003 dispôs sobre as informações que devem ser divulgadas e determinou, em seu artigo 38, que o prospecto da oferta deve conter “informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

A respeito da responsabilidade pelo fornecimento de informações, o artigo 56 é categórico: “[o] ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”.²³

Percebe-se que a norma exige a divulgação de informação em linguagem verdadeira, clara, objetiva e acessível. O padrão é semelhante à “*Plain English Rule*” adotada nos Estados Unidos, segundo a qual os documentos de divulgação devem usar linguagem clara e acessível e evitar definições desnecessárias, termos excessivamente técnicos, textos padronizados, dentre outras recomendações.²⁴

21 Ao emitir publicamente valores mobiliários, as companhias devem “prestar informações fundamentais, não apenas acerca de sua situação econômico-financeira, mas também sobre seu estatuto social, sua organização societária e operacional, seus produtos etc., proporcionando a avaliação de sua real situação e, por conseguinte, do potencial de valorização de suas ações” (JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais*. São Paulo: Editora Atlas, 2014. p. 120).

22 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 394.

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

24 “Entre as regras de preparação de materiais informativos, atualmente codificadas nos Estados Unidos, encontram-se as seguintes: (i) a informação deve ser apresentada utilizando sen-

O uso de linguagem clara e acessível é ressaltado pela SRE em suas recomendações a respeito da redação do prospecto. O Ofício-Circular CVM/SRE nº 02/19 determina que a redação do prospecto deve conter sentenças com estruturas concisas, tom direto e convidativo à leitura e design visualmente agradável. De forma geral, deve conter características de um documento simples, fácil de ler e, mais ainda, deve parecer ter sido feito para ser lido.²⁵ Deve-se evitar linguagem excessivamente técnica e jargões, privilegiando-se a comunicação clara de informações complexas.²⁶

Além das obrigações de divulgação no mercado primário, o dever de informar da companhia aberta estende-se ao mercado secundário, onde os valores mobiliários são negociados e adquirem liquidez.²⁷

As informações divulgadas no mercado secundário são distintas daquelas divulgadas em ofertas públicas realizadas no mercado primário. Nesse, as informações dizem respeito à oferta e aos valores

tenças claras, curtas e concisas e, se possível, devem ser confeccionadas listas (bullet points); (ii) o prospecto deve ser dividido em títulos e subtítulos; (iii) deve-se evitar a utilização de um glossário de termos definidos, exceto se o termo que precisa ser definido não for claro em seu contexto; e (iv) deve-se evitar o emprego de termos extremamente técnicos, linguagem padronizada (boilerplate) ou a apresentação de informação repetida em mais de uma seção” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Op. Cit.* p. 396).

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

26 *Ibidem.* p. 48-49.

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

mobiliários ofertados, enquanto, naquele, as informações (divulgadas periodicamente) dizem respeito ao emissor e seu desempenho econômico.²⁸

Essas informações são relevantes não apenas no âmbito interno da companhia, para tutelar os interesses de acionistas, mas também externamente, para proteger os interesses de investidores do mercado.²⁹ Os investidores utilizam as informações divulgadas pelas companhias no mercado secundário para decidir se compram, mantêm ou vendem os valores mobiliários de sua emissão.

Atualmente, a divulgação de informações no mercado secundário é regida pela Resolução CVM nº 80/2022, que dispõe, de forma geral, sobre o registro de companhia aberta e as obrigações do emissor de valores mobiliários negociados publicamente.

O artigo 14 da Resolução CVM nº 80/2022 impõe ao emissor de valores mobiliários a obrigação de divulgar informações periódicas e eventuais, nos prazos e na forma prescrita na referida norma. Como o próprio nome sugere, as informações periódicas são divulgadas pelo emissor de tempos em tempos, em datas pré-estabelecidas,

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

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

enquanto as eventuais são fornecidas ao mercado mediante a ocorrência de eventos específicos.

Os artigos 15 a 20 da instrução estabelecem alguns requisitos de forma na apresentação das informações. Embora os requisitos não tenham sido expressamente adotados na regulamentação do mercado primário conforme a Instrução CVM nº 400/2003, é razoável supor que eles também devam ser observados na redação do prospecto de ofertas públicas,³⁰ especialmente, porque o prospecto pode incorporar, por referência, informações contidas no Formulário de Referência apresentado pelas companhias.³¹

Os requisitos são: (i) as informações divulgadas devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não devem induzir o investidor a erro (artigo 15); (ii) todas as informações devem ser redigidas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa (artigo 16); (iii) as informações devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (artigo 17); (iv) todas as informações divulgadas devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários do emissor (artigo 18); (v) as informações que forem válidas apenas por um prazo determinável devem ser acompanhadas da determinação do prazo (artigo 19); e (vi) as informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas (artigo 20).

As projeções e estimativas mencionadas no artigo 20 são endereçadas de forma mais pormenorizada no artigo 21 da Resolução

30 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Op. Cit.* p. 394.

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

CVM nº 80/2022. As informações, de natureza essencialmente subjetiva, não são de divulgação obrigatória e, caso fornecidas, devem ser: (i) razoáveis e acompanhadas das respectivas premissas relevantes, dos parâmetros e da metodologia que as sustentam³² e de suas fontes, caso tenham sido divulgadas por terceiros;³³ (ii) divulgadas por meio do Formulário de Referência;³⁴ (iii) identificadas claramente como informações hipotéticas e que não comportam qualquer promessa de desempenho;³⁵ (iv) atualizadas em intervalos compatíveis com o seu conteúdo, nunca superior a 1 (um) ano, devendo-se atualizar também premissas relevantes, parâmetros e metodologia eventualmente alterados;³⁶ e (v) confrontadas com os resultados efetivamente obtidos, em campo apropriado do formulário de informações trimestrais.³⁷

A Resolução CVM nº 80/2022 foi precisa ao estabelecer a responsabilidade pela violação de deveres informacionais, deixando claro, em seu artigo 50, que “[a] responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários”. A mesma redação era empregada pelo artigo 46 da Instrução CVM nº 480/2009.

Da mesma forma, determinou-se que o emissor pode ser responsabilizado diretamente na seara administrativa no caso de fornecimento de informações incorretas no mercado secundário, infração grave prevista no artigo 65, I, da Resolução CVM nº 80/2022.

32 Artigo 21, §1º, III e IV, da Resolução CVM nº 80/2022.

33 Artigo 21, §5º, da Resolução CVM nº 80/2022.

34 Artigo 21, §1º, I, da Resolução CVM nº 80/2022.

35 Artigo 21, §1º, II, da Resolução CVM nº 80/2022.

36 Artigo 21, §§2º e 3º, da Resolução CVM nº 80/2022.

37 Artigo 21, §4º, da Resolução CVM nº 80/2022.

2. A violação do dever de informar: a divulgação da informação imprecisa ou falsa.

Para que seja caracterizada a violação do dever de informação, é preciso que haja divulgação de informação relevante³⁸ que contenha teor enganoso, ou omissão informacional que induza o investidor a erro. Para fins do presente trabalho, será dado enfoque à imprecisão e falsidade da informação divulgada, com o objetivo de definir tais conceitos.

A definição do que seria a informação falsa ou imprecisa constitui etapa necessária para a aferição da responsabilidade civil da companhia que realiza a sua divulgação. Já se expôs que as normas do mercado de valores mobiliários exigem a divulgação de informações completas, precisas, verdadeiras, consistentes, que não induzam o investidor a erro, seja no caso de divulgações feitas no mercado primário (por meio de prospectos e documentos de ofertas públicas),³⁹ seja no caso de divulgações periódicas realizadas no mercado secundário.⁴⁰ De modo geral, portanto, a regra que se extrai das normas emanadas pela CVM indica que a informação divulgada ao mercado não pode ser enganosa, isto é, capaz de induzir o investidor a erro.

Nesse contexto, o artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976 determina que uma emissão pública de valores mobiliários pode ser suspensa se

38 A respeito do requisito da relevância ou materialidade da informação para fins de responsabilização da companhia aberta, vide: SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. A materialidade da informação como requisito para responsabilização civil e administrativa da companhia aberta por violações do seu dever de informar o mercado. *Percorso*, Curitiba, v. 02, p. 164-187, 2020.

39 Conforme artigo 38 da Instrução CVM nº 400/2003: “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

40 Segundo artigo 15 da Resolução CVM nº 80/2022.

for realizada com “informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas”. Ainda que o dispositivo diga respeito à suspensão de emissões públicas de valores mobiliários, trata-se do único trecho em que o legislador se manifestou expressamente sobre os tipos de informação não admitidos no mercado.

Assim, por rigor dogmático e para que a natureza enganosa da informação seja analisada de forma concreta, evitando-se definições demasiadamente genéricas e abstratas, o presente trabalho irá debruçar-se sobre os conceitos de informação falsa e informação imprecisa.

2.1. Os conceitos de falsidade e imprecisão da informação divulgada ao mercado.

A distinção entre a falsidade e a imprecisão, embora, por vezes, não muito evidente, foi muito bem definida pela Suprema Corte norte-americana no caso *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*,⁴¹ decorrente de um pedido de indenização de uma acionista da *Virginia Bankshares, Inc.* contra a própria companhia com base na alegação de que certas informações contidas em pedido público de procuração poderiam levar acionistas a erro.

No julgamento do caso, a Suprema Corte decidiu que, enquanto a informação imprecisa pode preservar a sua capacidade de induzir o investidor a erro mesmo quando confrontada com dados verdadeiros, a informação falsa tem o seu caráter enganoso prontamente revelado quando contrastada com informações verdadeiras e precisas.⁴²

41 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 90-615, Relator: David Souter. Julgado em 27 jun. 1991. Referência original: *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991).

42 “While a misleading statement will not always lose its deceptive edge simply by joinder with others that are true, the true statements may discredit the other one so obviously that the risk of real deception drops to nil”. *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991).

O primeiro passo para determinar se uma informação é enganosa refere-se à análise do próprio fato divulgado. Caso seja um fato preciso e bem delineado, o caráter enganoso da informação poderá decorrer de falsidade (quando o fato divulgado não corresponder à realidade) ou de imprecisão (quando o fato em si não for falso, mas a forma imprecisa da sua divulgação apresentar o potencial de induzir o investidor a erro).

Caso o fato divulgado seja por natureza impreciso, como na hipótese de estimativas e planos futuros, que inevitavelmente possuem teor subjetivo, a imprecisão enganosa ocorrerá se a companhia não adotar as cautelas e não fizer os alertas necessários para que o investidor tenha ciência da incerteza inerente à informação divulgada e, se for o caso, não expuser os fundamentos e métodos que a levaram a acreditar que aquela informação era material para a decisão de investimento.

Para fins de sistematização, propõe-se a seguinte classificação das espécies de informação enganosa: (i) a informação falsa; (ii) a informação objetiva eivada de imprecisão; e (iii) a informação subjetiva eivada de imprecisão enganosa.

2.2. A informação objetiva enganosa: a informação falsa e a informação objetiva eivada de imprecisão.

A informação objetiva pode estar contida em documentos de divulgação periódica, como formulário de referência e prospectos, assim como pode constituir informação relevante que deve ser divulgada de forma imediata ao mercado. Em qualquer caso, a informação

Tradução livre: “Enquanto uma declaração enganosa não necessariamente perderá o seu potencial enganoso simplesmente pela comparação com outras informações que sejam verdadeiras, as declarações verdadeiras podem desacreditar a outra de forma tão óbvia que o risco de causar erro baixa a quase zero”.

objetiva refere-se a um fato concreto e preciso; por esse motivo, ela também é chamada de informação factual.⁴³

Quando a informação diz respeito a fato preciso, eventual teor enganoso pode resultar de falsidade ou imprecisão na forma da divulgação.

A informação falsa, conforme definição dada pela Suprema Corte norte-americana no caso *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, é aquela que não corresponde aos fatos da realidade, como dados contábeis e financeiros incorretos, não importando se a falsidade foi resultado de ato doloso ou culposo da companhia que realizou a sua divulgação.⁴⁴

Nesse sentido, é possível que informações sejam involuntariamente divulgadas de forma equivocada em função de erros operacionais e falhas pontuais, sendo que, mesmo nesses casos, podem gerar responsabilidade civil à companhia, ainda que esteja ausente o dolo (desde que a informação tenha materialidade).⁴⁵

A natureza imprecisa da informação, por outro lado, está associada à forma de sua divulgação. Em geral, a imprecisão decorre da omissão de algum dado relevante, sem o qual a informação é incompleta, ou de algum artifício que torna a informação confusa ou de difícil compreensão para o investidor médio.

43 Essa é a nomenclatura adotada, por exemplo, pela Resolução CVM nº 80/2022, que em seu artigo 20 determina: “Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas”.

44 “Tem-se reconhecido que o termo ‘falsidade’ também pode se referir a informações meramente equivocadas, incluídas por erro, negligência ou mero desconhecimento da realidade descrita. Prevalece, assim, a opinião de que a informação falsa deve ser relevante e necessária para o investimento para que se possa falar em responsabilidade de qualquer dos participantes na elaboração do prospecto” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 252)

45 *Idem*.

A informação incompleta é aquela que, à época de sua divulgação, “não estava acompanhada de todos os elementos necessários à tomada de decisão de investimento”.⁴⁶ A imprecisão por omissão pode ser aferida por critério objetivo de análise, como, por exemplo nos casos em que a informação não incorpora algum fato de divulgação obrigatória segundo os preceitos legais, ou por critério subjetivo, quando se busca determinar se a companhia deixou de incluir, na informação divulgada, algum fato que o investidor médio possa considerar relevante para sua decisão.⁴⁷

Embora a discussão da informação omissa ainda seja incipiente no direito brasileiro, pode-se citar como exemplo a decisão da CVM no PAS CVM nº RJ2014/0578,⁴⁸ referente à acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas contra Eike Fuhrken Batista, na qualidade de administrador e acionista controlador da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e da OSX Brasil S.A., na qual se buscou determinar se a conduta do presidente do conselho de administração e acionista controlador da companhia teria configurado negociação com informação privilegiada (*insider trading*) e manipulação de preços, em função de determinadas operações de venda de ações e publicação de mensagens otimistas em rede social na internet quando já era de conhecimento da administração da companhia que seus campos de petróleo possuíam baixo potencial econômico.

A CVM entendeu, por unanimidade de votos, que o acionista controlador da companhia, que também ocupava o cargo de presidente do conselho de administração, divulgou informações omissas por meio de rede social, induzindo investidores a erro. Nos termos do voto do Relator, a autarquia decidiu que o acionista controlador “con-

46 *Idem*.

47 *Ibidem*. p. 253.

48 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019.

seguiu criar uma falsa aparência material do que realmente existia na Companhia”, ocultando a realidade sobre o baixo potencial econômico de seus ativos “de sorte a enganar os investidores e, com isso, influenciar a cotação das ações da Companhia”.⁴⁹

A informação pode ser imprecisa, ainda, por conduta comissiva por meio de artifícios e circunstâncias não necessariamente dolosos que tornam a divulgação confusa, demandando esforço do investidor médio para sua compreensão ou até mesmo induzindo-o a erro. Pode-se citar como exemplo de imprecisão a informação “enterrada” em prospectos, isto é, divulgada em meio a um emaranhado de outras informações.⁵⁰

As informações enterradas foram abordadas em decisão de tribunal norte-americano de primeira instância no caso *Kohn v. American Metal Climax, Inc.*,⁵¹ ajuizado por detentores de certificados de depósitos de valores mobiliários (*American Depositary Receipts*) da *Roan Selection Trust, Ltd.*, uma companhia constituída na Zâmbia, para impedir a fusão da companhia com a *American Metal Climax Company* sob a alegação de que a proposta da operação foi apresentada aos acionistas com informações enganosas. Segundo os autores da demanda, a proposta da operação afirmava que a fusão era consequência inevitável da nacionalização da *Roan Selection Trust, Ltd.*, mas em momento algum justificava a afirmação.

Ao analisar o caso, o Tribunal determinou que: (i) quanto mais material for um fato, mais destaque deve ser dado a ele nos instrumentos de divulgação; e (ii) fatos materiais não podem ser “enterra-

49 Parágrafo 113 da manifestação de voto do Relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2014/0578 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019).

50 ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. *Op. Cit.* p. 253-254.

51 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. U.S. District Court for the Eastern District of Pennsylvania. Ação Civil nº 70-933, Relator Thomas Ambrose Masterson, julgado em 25 nov. 1970. Referência original: *Kohn v. American Metal Climax, Inc.*, 322 F. Supp. 1331 (E.D. Pa. 1971).

dos” nas divulgações ao mercado, devendo ser dado o devido destaque a essas informações, por exemplo, colocando-as na primeira página em negrito.⁵² Por ter entendido que a companhia deixou de divulgar informações que seriam materiais para a tomada de decisão dos acionistas (especificamente, que a fusão não era consequência necessária da nacionalização da Roan Selection Trust, Ltd.), o Tribunal condenou a companhia nesse ponto.

A necessidade de dar às informações materiais o devido destaque foi reforçada em *Greenapple v. Detroit Edison Co.*⁵³. O caso originou-se de demanda proposta por acionista da *Detroit Edison Company*, que adquiriu ações da companhia em uma oferta pública. Nesse caso, em que se discutiu se a glosa de um dado contábil tornou a divulgação imprecisa, o Tribunal do 2º Circuito norte-americano afastou a responsabilização do emissor, pois não identificou violações informacionais pela companhia, mas forneceu os seguintes pa-

52 “The Securities Exchange Act requires more than disclosure, it requires adequate disclosure. The more material the facts, the more they should be brought to the attention of the public. To view it otherwise would be to invite frustration of the policies underlying our disclosure laws. Accordingly, we have found certain facts to be ‘buried’ in the explanatory materials. These facts should have in some way been highlighted to ensure that the shareholders were aware of them. We need not speculate as to how this should have been done. One obvious way does, however, come to mind, namely, these facts could have been placed on the cover page in bold-face type. Nevertheless, their present location is not justified by their importance, especially in view of the length and complexity of the explanatory materials”. Tradução livre: “A Lei das Bolsas de Valores exige mais que divulgação, exige a divulgação adequada. Quanto mais materiais forem os fatos, maior é a necessidade de trazê-los ao conhecimento do público. Encarar a questão de forma distinta faria com que fossem frustradas as políticas subjacentes às normas de divulgação. Deste modo, identificamos certos fatos ‘enterrados’ nos materiais de explicação. Estes fatos deveriam de alguma forma ter sido destacados para garantir que os acionistas estavam cientes deles. Não precisamos especular sobre como isso deveria ter sido feito. Uma forma óbvia, no entanto, vem à mente, isto é, estes fatos devem ter sido colocados na primeira página em negrito. De qualquer forma, a sua localização atual não é justificada pela sua importância, especialmente em vista da extensão e da complexidade dos materiais de explicação”.

53 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Second Circuit. Apelação nº 79-7352, Relator Thomas Meskill. Julgado em: 17 mar. 1980. Referência original: *Greenapple v. Detroit Edison Co.*, 618 F.2d 198 (2d Cir. 1980).

râmetros quanto à forma da divulgação ao mercado: (i) as divulgações devem ser feitas de forma padronizada, compreensível e precisa; e (ii) os materiais de divulgação não podem afundar fatos relevantes em meio a uma enchente de informações nem subestimar a sua importância por meio de um tratamento descuidado.⁵⁴

A divulgação pode ainda ser considerada imprecisa se demandar esforço para que o investidor médio a compreenda. Pode-se citar o exemplo de informação que é fornecida de forma dispersa, sistemática, exigindo, para sua adequada compreensão, que o investidor monte um verdadeiro quebra-cabeça de dados esparsos.

Essa foi a conclusão do Tribunal do 11º Circuito norte-americano em *Kennedy v. Tallant*,⁵⁵ no qual se decidiu que a divulgação de fatos isolados que revelam uma informação relevante quando reunidos, não pode ser considerada regular.⁵⁶ A ação foi ajuizada por um investidor, Allen V. Kennedy, contra os fundadores da *Preferred Land Corporation*, Fred C. Tallant, Sr. e William M. Womack, Jr., com base

54 “Mandatory registration of such materials with the SEC is intended to ensure that the factors entering into prudent investment decisions are depicted in a standardized, comprehensible, and accurate manner [...] Given these factors, disclosure in a prospectus must steer a middle course, neither submerging a material fact in a flood of collateral data, nor slighting its importance through seemingly cavalier treatment”. *Greenapple v. Detroit Edison Co.*, 618 F.2d 198, 210 (2d Cir. 1980). Tradução livre: “O registro obrigatório de tais materiais perante a SEC tem a intenção de garantir que os fatores envolvidos na tomada de decisão são transmitidos de forma padronizada, compreensível e precisa. [...] Em vista destes fatores, a divulgação no prospecto deve seguir o caminho do meio, sem afogar um fato material em uma enchente de informações irrelevantes, mas sem também subestimar a sua importância por um tratamento indiferente”.

55 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit. Apelação nº 78-2167, Relator Lewis R. Morgan. Julgado em 28 jul. 1983. Referência original: *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711 (11th Cir. 1983).

56 “Full and fair disclosure cannot be achieved through piecemeal release of subsidiary facts which if stated together might provide a sufficient statement of the ultimate fact”. *Kennedy v. Tallant*, 710 F.2d 711, 720 (11th Cir. 1983). Tradução livre: “Divulgação justa e completa não pode ser obtida por divulgações parciais de fatos acessórios que, se postos de forma conjugada podem fornecer uma declaração suficiente de um fato”.

na alegação de que os materiais de divulgação da oferta de ações da companhia não revelaram de forma adequada informações materiais sobre o novo empreendimento. O Tribunal confirmou a decisão da instância inferior pela condenação dos réus.

Examinadas a falsidade e a imprecisão de informações objetivas, cumpre, em seguida, analisar os critérios de aferição da imprecisão no caso de informações subjetivas.

2.3. A informação subjetiva enganosa: a informação subjetiva evada de imprecisão enganosa.

Enquanto informações objetivas (ou factuais) dizem respeito a fatos precisos e bem definidos, informações subjetivas consistem em opiniões, estimativas, planos e projeções. São, portanto, inerentemente imprecisas e aleatórias. Em função dessa característica específica, não basta analisar se uma informação subjetiva é imprecisa ou não, mas sim se a imprecisão, nas circunstâncias do caso concreto, possui potencial de induzir investidores a erro.

Antes de se adentrar à questão específica da imprecisão enganosa de informações subjetivas, deve-se lembrar que sua divulgação somente poderá gerar pretensão indenizatória para o investidor caso a informação subjetiva seja dotada de materialidade. Assim, opiniões genéricas de que um valor mobiliário é um bom investimento ou declarações semelhantes podem ser consideradas imateriais, pois não alteram o conjunto total de informações que o investidor possui.⁵⁷

57 Jennifer O'Hare explica que, nesses casos, a discussão central recai sobre a materialidade da declaração otimista divulgada pela companhia, sendo possível que a responsabilidade do emissor seja afastada por meio da "puffery defense", ou seja, a defesa de que a declaração era claramente exagerada ou de caráter publicitário (O'HARE, Jennifer. The resurrection of the Dodo: The unfortunate re-emergence of the puffery defense in private securities fraud actions. *Ohio State Law Journal*, Columbus, v. 59, p. 1697-1740, 1998. p. 1698-1699).

Em qualquer discussão sobre a responsabilidade civil de companhias abertas pelas informações divulgadas ao mercado, o primeiro obstáculo a ser superado pela parte que pleiteia ressarcimento é o da demonstração da materialidade da informação que se julga enganosa.

Em geral, para se evitar que a informação subjetiva seja enganosa, é preciso que: (i) sejam feitos alertas sobre a natureza incerta da informação; e (ii) se garanta que as informações sejam factíveis e fundamentadas em fatos verdadeiros.⁵⁸

A inclusão de alertas sobre a incerteza da informação subjetiva em materiais de divulgação é, geralmente, tida como forma adequada de evitar que investidores sejam levados a erro. No direito brasileiro, a regra encontra-se refletida no artigo 21, II, da Resolução CVM nº 80/2022, o qual determina que informações subjetivas divulgadas por companhias sejam “identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho”; no entanto, foi o direito norte-americano que deu contornos mais precisos à matéria.

A questão dos alertas na divulgação de informações subjetivas foi discutida em detalhes na decisão do tribunal do 3º Circuito norte-americano em *Kaufman v. Trump’s Castle Funding*,⁵⁹ que se tornou referência sobre o assunto. A demanda foi iniciada por diversos investidores que adquiriram títulos de dívida emitidos para financiar a construção do cassino Taj Mahal, na cidade de *Atlantic City*, em Nova Jersey, Estados Unidos da América, os quais requereram ressarcimento de Donald J. Trump e diversas de suas sociedades, que seriam responsáveis pelo desenvolvimento do projeto.

No caso, examinou-se se seria enganosa a afirmação, contida em um prospecto de emissão de títulos de dívida (*bonds*), de que as

58 ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. *Op. Cit.* p. 253.

59 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals for the Third Circuit. Ape-
lação nº 92-5350, Relator Edward R. Becker, julgado em 14 out. 1993. Referência original: Kauf-
man v. Trump’s Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993).

receitas do projeto financiado seriam suficientes para pagar os valores devidos aos credores. Os autores da ação alegaram que a afirmação seria enganosa, pois o emissor não possuía convicção genuína ou razoável de que a informação estaria correta.⁶⁰

Ao analisar o conteúdo do prospecto, o tribunal constatou que havia inúmeras advertências específicas quanto à natureza arriscada e especulativa do investimento, podendo resultar em um alto retorno ou, alternativamente, em nenhum retorno ou mesmo em perda financeira. Portanto, o tribunal manteve a decisão de instâncias inferiores no sentido de absolver os réus, entendendo que a informação sobre a opinião do emissor de que seria capaz de pagar as dívidas contraídas junto a compradores dos seus títulos não seria enganosa, pois teria sido acompanhada das devidas advertências.⁶¹

60 “Plaintiffs ground their lawsuits in the text of the prospectus. Their strongest attack focuses on the ‘Management Discussion and Analysis’ (‘MD & A’) section of the prospectus, which stated: ‘The Partnership believes that funds generated from the operation of the Taj Mahal will be sufficient to cover all of its debt service (interest and principal).’ [...] The plaintiffs’ primary contention is that this statement was materially misleading because the defendants possessed neither a genuine nor a reasonable belief in its truth”. Kaufman v. Trump’s Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “A fundamentação da ação dos autores recai sobre o texto do prospecto. O ataque mais forte é focado na seção ‘Discussões e Análises da Administração’ (‘MD&A’) do prospecto, que declarava: ‘A Sociedade acredita que as receitas geradas pelas operações do Taj Mahal serão suficientes para cobrir o serviço da dívida (juros e principal)’. [...] A principal alegação dos autores é que esta declaração era materialmente enganosa por que os réus não possuíam crença genuína ou razoável de sua veracidade”.

61 “The prospectus at issue contained an abundance of warnings and cautionary language which bore directly on the prospective financial success of the Taj Mahal and on the Partnership’s ability to repay the bonds. We believe that given this extensive yet specific cautionary language, a reasonable factfinder could not conclude that the inclusion of the statement ‘[t]he Partnership believes that funds generated from the operation of the Taj Mahal will be sufficient to cover all of its debt service (interest and principal)’ would influence a reasonable investor’s investment decision. More specifically, we believe that due to the disclaimers and warnings the prospectus contains, no reasonable investor could believe anything but that the Taj Mahal bonds represented a rather risky, speculative investment which might yield a high rate of return, but which alternatively might result in no return or even a loss. We hold that under this set of facts, the bondholders cannot prove that the alleged misrepresentation was material”. Kaufman v. Trump’s Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “O prospecto em questão continha uma abundância de avisos e linguagem acautelatória que dizia respeito diretamente

Para chegar a essa conclusão, o tribunal aplicou a teoria da “*bespeaks caution doctrine*” ou, em tradução livre, a teoria do aviso de cautela. Segundo a tese, estimativas, opiniões e projeções deveriam ser acompanhadas por alertas de cautela significativos e específicos, de modo a afastar qualquer alegação de que as informações subjetivas poderiam levar o investidor a erro. Caso os devidos alertas fossem dados, a imprecisão da informação subjetiva não seria material e, portanto, seria incapaz de alterar a decisão de investimento.⁶² A teoria do aviso de cautela não seria aplicável caso os alertas fornecidos fossem genéricos, vagos ou demasiadamente amplos, sendo necessário que os alertas sejam específicos e amoldados aos riscos atrelados ao valor mobiliário ofertado.⁶³

ao sucesso financeiro do Taj Mahal e da capacidade da Sociedade de pagar as dívidas. Acreditamos que, dada esta extensa e específica linguagem acautelatória, um examinador razoável não poderia concluir que a inclusão da declaração ‘[a] Sociedade acredita que receitas geradas pela operação do Taj Mahal serão suficientes para cobrir o serviço da dívida (juros e principal)’ influenciaria a decisão de investimento de um investidor razoável. Mais especificamente, acreditamos que, em função das ressalvas e avisos que o prospecto contém, nenhum investidor razoável poderia acreditar em qualquer coisa exceto que os títulos de dívida do Taj Mahal representam um investimento arriscado e especulativo, que poderia gerar um alto retorno, ou poderia resultar em retorno algum ou mesmo em perda. Decidimos que, neste conjunto de fatos, os credores não podem provar que a alegada declaração incorreta era material”.

62 “Nevertheless, we can state as a general matter that, when an offering document’s forecasts, opinions or projections are accompanied by meaningful cautionary statements, the forward-looking statements will not form the basis for a securities fraud claim if those statements did not affect the ‘total mix’ of information the document provided investors. In other words, cautionary language, if sufficient, renders the alleged omissions or misrepresentations immaterial as a matter of law”. *Kaufman v. Trump’s Castle Funding*, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: “De qualquer forma, Podemos afirmar, de forma geral, quando as previsões, opiniões ou projeções de um documento de oferta é acompanhada de um aviso substancial, as informações prospectivas não formarão a base de uma reclamação de fraude no mercado de valores mobiliários se as declarações não tiverem afetado o ‘mix total’ de informações que o documento forneceu a investidores. Em outras palavras, linguagem acautelatória, se suficiente, faz com que as omissões e incorreções alegadas sejam imateriais para os fins legais”.

63 “The *bespeaks caution doctrine* is, as an analytical matter, equally applicable to allegations of both affirmative misrepresentations and omissions concerning soft information. Whether the plaintiffs allege a document contains an affirmative prediction/opinion which is misleading or fails to include a forecast or prediction which failure is misleading, the cautionary statements included in the document may render the challenged predictive statements or opinions imma-

A teoria do aviso de cautela foi utilizada em diversos casos, mas a análise exaustiva de todas as decisões a seu respeito seria desnecessária e excessiva para os fins do presente trabalho. Cumpre observar, no entanto, que a teoria tem como resultado prático a mudança de foco do exame dos fatos: a imprecisão da informação em si perde relevância, sendo substituída pela análise da sua materialidade e da confiança (*reliance*) do investidor.⁶⁴ Isto é, admitindo-se que a informação era imprecisa, busca-se determinar se a existência de alertas sobre a imprecisão fez com que eventual falha informacional se tornasse imaterial e se era razoável que investidores depositassem a sua confiança na precisão da informação.

material as a matter of law. Of course, a vague or blanket (boilerplate) disclaimer which merely warns the reader that the investment has risks will ordinarily be inadequate to prevent misinformation. To suffice, the cautionary statements must be substantive and tailored to the specific future projections, estimates or opinions in the prospectus which the plaintiffs challenge". Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993). Tradução livre: "A teoria do aviso de cautela é, do ponto de vista analítico, igualmente aplicável a alegações de omissões e incorreções de informações subjetivas. Se o autor alega que um documento contém uma predição/opinião afirmativa que é enganosa ou falha em incluir uma previsão ou predição que gera enganiosidade, a linguagem acautelatória incluída no documento pode fazer com que as declarações preditivas ou opiniões se tornem imateriais para todos os fins legais. É claro que um aviso vago ou genérico que meramente chame a atenção do leitor para o fato de que investimentos são arriscados serão inadequados para prevenir a desinformação. Para ser suficiente, a declaração acautelatória deve ter substância e ser feita especificamente para as projeções, estimativas e opiniões futuras do prospecto que os autores contestam."

64 "Courts applying the bespeaks caution doctrine typically inquire into two separate but related elements of cases in which misrepresentations are made to investors: materiality and reasonable reliance. Under the rubric of 'materiality', cautionary language operates within the total mix of available information to render immaterial otherwise material misrepresentations. Under 'reasonable reliance', cautionary language renders possibly misleading statements harmless because an investor could not reasonably rely upon them" (LURVEY, Jonathan B. Who is bespeaking to whom? Plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements. *Duke Law Journal*, Durham, v. 45, p. 579-610, 1995. p. 588). Tradução livre: "Ao aplicar a teoria do aviso de cautela, os tribunais tipicamente examinam dois elementos distintos, mas relacionados, de casos em que declarações incorretas são feitas para investidores: materialidade e confiança razoável. Sob a rubrica 'materialidade', a linguagem acautelatória opera dentro do mix total de informações disponíveis para tornar imaterial uma declaração que, sob outras circunstâncias, seria material. Sob a rubrica 'confiança razoável', a linguagem acautelatória faz com que declarações possivelmente incorretas sejam inofensivas, pois um investidor não poderia razoavelmente confiar nelas".

A ampla aceitação da teoria do aviso de cautela resultou em sua codificação no ordenamento jurídico norte-americano em 1995, por meio do *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA),⁶⁵ o qual estabeleceu que imprecisões em informações prospectivas não geram responsabilidade à companhia caso: (i) sejam acompanhadas de alertas substanciais que identifiquem fatores que possam fazer com que as informações prospectivas não se concretizem; ou (ii) sejam imateriais.⁶⁶

65 “The recently enacted Private Securities Litigation Reform Act amends the federal securities laws to include a safe harbor for forward-looking statements” (Ibidem. p. 579). Tradução livre: “A Lei de Reforma de Litígios Privados de Valores Mobiliários recentemente promulgada altera as leis de valores mobiliários para incluir um salvo conduto para informações prospectivas”.

66 Para que uma informação prospectiva gere responsabilidade daquele que a divulga, é necessário que o autor da ação prove que a divulgação foi autorizada por administrador que tinha conhecimento da imprecisão e, ademais, que os devidos alertas não tenham sido dados. Vide o texto do dispositivo legal em questão: “(1) In general: Except as provided in subsection (b), in any private action arising under this subchapter that is based on an untrue statement of a material fact or omission of a material fact necessary to make the statement not misleading, a person referred to in subsection (a) shall not be liable with respect to any forward-looking statement, whether written or oral, if and to the extent that (A) the forward-looking statement is (i) identified as a forward-looking statement, and is accompanied by meaningful cautionary statements identifying important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement; or (ii) immaterial; or (B) the plaintiff fails to prove that the forward-looking statement (i) if made by a natural person, was made with actual knowledge by that person that the statement was false or misleading; or (ii) if made by a business entity, was (I) made by or with the approval of an executive officer of that entity, and (II) made or approved by such officer with actual knowledge by that officer that the statement was false or misleading”. Tradução livre: “(1) Em geral: Exceto conforme disposto na subseção (b), em qualquer ação privada ajuizada sob este subcapítulo que seja baseada em uma declaração falsa de um fato material ou omissão de um fato material necessário para fazer com que uma declaração não seja incorreta, uma pessoa nos termos da subseção (a) não será responsável com relação a qualquer declaração prospectiva, seja escrita ou oral, se e na medida em que (A) a declaração prospectiva é (i) identificada como declaração prospectiva, e é acompanhada por substanciais avisos de cautela identificando importantes fatores que poderiam fazer com que o resultado divirja materialmente daqueles previstos na declaração prospectiva; ou (ii) imaterial; ou (B) o autor não demonstre que a declaração prospectiva (i) se feita por uma pessoa física, foi fornecida com o conhecimento de fato daquela pessoa de que a declaração era falsa ou enganosa; ou (ii) se feita por uma pessoa jurídica, foi (I) fornecida com ou mediante aprovação de um diretor da entidade; e (II) fornecida ou aprovada por tal diretor com conhecimento de que a declaração era falsa ou enganosa”.

Além dos necessários alertas, é necessário também que a informação subjetiva seja factível e tenha base em dados verdadeiros. De nada adiantaria que alertas fossem feitos sobre a incerteza de informação se os seus fundamentos não encontrassem suporte fático razoável. Por exemplo, alertas sobre a incerteza de estimativas sobre o crescimento de receitas divulgadas por uma companhia não serão suficientes para eximi-la de responsabilidade caso se constate, no caso concreto, que a companhia já tinha conhecimento de fatos que tornavam tais estimativas não factíveis.

Não por acaso, o artigo 21, § 1º, III e IV, da Resolução CVM nº 80/2022 exige que projeções e estimativas, quando divulgadas pela companhia, sejam razoáveis e venham acompanhadas de premissas relevantes, parâmetros e metodologias adotados. Ao estabelecer essa exigência, a CVM deixa claro que as informações subjetivas devem ter fundamento fático razoável.

A imprecisão de informações prospectivas em função de ausência de fundamento em fatos verdadeiros foi analisada pela CVM no PAS CVM nº RJ2014/6517⁶⁷, originado a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra diversos administradores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. em função da divulgação de informações com conteúdo excessivamente otimista. A acusação girava em torno da divulgação de fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas e financeiras de companhia do setor de petróleo e gás quando sua administração já tinha conhecimento do baixo potencial econômico de seus principais campos de petróleo.

Apesar de o caso ter versado sobre a responsabilidade (na seara administrativa) dos administradores da companhia em função da divulgação de informações imprecisas ao mercado, os parâmetros

67 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 25 jun. 2019.

utilizados pela CVM para analisar a incorreção das divulgações podem ser utilizados para fins de aferição da responsabilidade civil da companhia.

No caso, a área técnica da autarquia identificou diversos fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas de poços de petróleo que eram acompanhados de avaliações alegadamente prematuras e sem fundamento, com a utilização de expressões como “altamente promissoras”, “grande potencial”, “expressiva frente de novas possibilidades”, “importantíssimo potencial petrolífero”, dentre outras semelhantes.⁶⁸ Os fatos relevantes teriam sido divulgados durante o ano de 2009, quando não havia dados suficientes para atestar o potencial comercial dos poços. Ao longo de 2011 e de 2012, a companhia teve acesso a dados que demonstravam baixo potencial comercial dos seus ativos e, por meio de estudos conduzidos por um grupo de trabalho, concluiu-se pela inviabilidade econômica da exploração dos campos de petróleo.⁶⁹

Muito embora os administradores já soubessem, em 2012, que os campos de petróleo possuíam baixo potencial comercial, a companhia divulgou, em março de 2013, fato relevante comunicando a en-

68 Vide o parágrafo 7 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Ainda sobre as publicações, a SEP destacou que em 38 dos fatos relevantes Paulo Mendonça fez comentários pessoais a respeito das descobertas, frisando os seguintes trechos (fls. 2.162 a 2.165): a) em 07.10.2009: ‘OGX-1 representa o começo de uma campanha exploratória altamente promissora’; b) em 30.11.2009: ‘a identificação de uma expressiva coluna com hidrocarbonetos em reservatórios de alta qualidade na seção do Albiano superou nossas expectativas’; c) em 05.03.2010: ‘a província recentemente descoberta se estende também até o norte do bloco BM-C-41, ratificando o seu importantíssimo potencial petrolífero’; d) em 12.04.2010: ‘[o poço] vem confirmar o grande potencial desta bacia em diversas idades geológicas, abrindo, portanto, uma expressiva frente de novas possibilidades para estes reservatórios’; e) em 11.08.2010: ‘o que sinaliza para uma coluna potencialmente superior à já encontrada neste bloco. Esse resultado reforça a atratividade desta região mais ao norte da bacia de Campos, que pode representar uma nova província de grande importância para a nossa Companhia”.

69 Vide parágrafos 9 a 13 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

trega de declaração de comercialidade referente a alguns de seus ativos, sem, no entanto, alertar o mercado sobre os problemas que a sua exploração econômica acarretaria.⁷⁰ Apenas em julho de 2013, a companhia informou ao mercado, por meio de fato relevante, que não possuía tecnologia capaz de tornar economicamente viáveis os seus campos.⁷¹

Deve-se atentar, antes de se adentrar nos detalhes da decisão da CVM, para o enquadramento legal da conduta adotado pela área técnica. A divulgação de informações imprecisas ao mercado foi enquadrada como manipulação de preços, nos termos dos itens I e II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979,⁷² no caso de determinados administradores que alienaram ações no mercado logo após as divulgações⁷³ enquanto a divulgação de fato relevante com informações imprecisas sem a demonstração de vantagem específica auferida pelos administradores foi considerada como violação do dever de diligência na divulgação de informações ao mercado, nos termos do artigo

70 Vide parágrafo 17 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Em 13.03.2013, a OGX divulgou fato relevante no qual informou que submeteu à ANP a declaração de comercialidade das acumulações Pipeline, Fuji e Ilimani, tendo informado uma estimativa de volume in situ total de 521 mmboe (P90), 823 mmboe (P50) e 1339 mmboe (P10). Com relação ao conteúdo desse comunicado, a área técnica concluiu que os administradores teriam induzido a erro os investidores ao publicar fato relevante que informava a entrega à ANP da declaração de viabilidade dos Campos sem alertar que a viabilidade ainda era objeto de grandes incertezas, conduta que violaria os deveres de cuidado e diligência estabelecidos na lei societária”.

71 Vide parágrafos 18 e 19 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

72 Confira-se a redação dos dispositivos: “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

73 Conforme parágrafo 56 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

153, da Lei nº 6.404/1976 (dever de diligência), combinado com o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009 (em vigor à época).⁷⁴

Em outras palavras, a área técnica da CVM entendeu que a divulgação imprecisa poderia ser enquadrada em 2 (duas) infrações distintas, a depender da culpa do administrador: (i) no caso de ato doloso, haveria manipulação de preços por meio de divulgações imprecisas ao mercado; e (ii) no caso de ato culposo, haveria violação do dever de diligência pela divulgação de informações imprecisas ao mercado.

Com relação à acusação de manipulação de preços, a CVM entendeu, nos termos do voto do relator, que as divulgações feitas em 2009 não foram inadequadas, levando-se em consideração que a companhia era, naquele momento, pré-operacional, sendo as suas perspectivas de rentabilidade dependentes, justamente, da descoberta de novos campos.⁷⁵

Ademais, a companhia teria incluído, em suas divulgações, alertas – embora padronizados e genéricos – sobre o risco de que os resultados reais divergissem das suas expectativas.⁷⁶ Assim, concluiu-se que não teria sido demonstrada a utilização de ardil para manipulação de mercado, muito embora tivesse havido declarações com “um tom acima do que seria recomendado às circunstâncias”.⁷⁷

74 Como já abordado na seção 2, o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009 impõe ao emissor a obrigação de divulgar “informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

75 Vide parágrafo 78 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Afim, não é razoável supor que estes investidores não poderiam ser influenciados de maneira ponderável pela descoberta de indícios de hidrocarbonetos e pelas estimativas desta decorrentes simplesmente por ser incerto o desenvolvimento viável da área onde o poço foi perfurado, notadamente porque as principais informações da OGX naquele estágio pré-operacional referiam-se justamente às perspectivas e projeções advindas de estudos técnicos e das perfurações realizadas pela Companhia”.

76 Parágrafo 91 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

77 Parágrafo 97 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

Já com relação à infração do dever de diligência, o exame concentrou-se no conteúdo do fato relevante divulgado em março de 2013, quando a companhia informou ao mercado que havia apresentado declaração de comercialidade referente a seus ativos, sem, no entanto, alertar sobre o seu baixo potencial econômico. A esse respeito, a CVM entendeu, nos termos do voto do relator, que a acusação tinha razão “ao afirmar que a simples leitura desta afirmação contida no aviso de fato relevante induziu o investidor a acreditar que a viabilidade econômica dos Campos estava mais próxima de se concretizar do que o contrário”.⁷⁸

Nesse sentido, ao discorrer sobre o dever de diligência de um diretor da companhia que revisou o fato relevante antes de sua divulgação ao mercado, o Diretor Gustavo Machado Gonzalez afirmou, em sua manifestação de voto, que houve omissão de “informação material no Fato Relevante, na medida em que este transmitia uma impressão de que os negócios da Companhia evoluíam em boa marcha”⁷⁹. A Diretora Flávia Sant’Anna Perlingeiro, por sua vez, asseverou “que houve divulgação de fato relevante omissivo, tendo em vista que silente acerca das substanciais incertezas que haviam sido identificadas com relação à viabilidade econômica da exploração dos Campos”.⁸⁰

Do mesmo modo, o Presidente da CVM na ocasião do julgamento, Marcelo Barbosa, embora tenha discordado sobre o enquadramento legal da conduta dos acusados feito pela área técnica (como violação de dever de diligência), concordou que a informação divulgada pela companhia foi imprecisa, pois, à época de sua divulgação, havia incertezas com relação aos fatos que poderiam influen-

78 Parágrafo 116 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

79 Parágrafo 9 da manifestação de voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

80 Parágrafo 1 da manifestação de voto da Diretora Flávia Sant’Anna Perlingeiro no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

ciar a decisão de investidores.⁸¹ As incertezas só poderiam ter sido retiradas do conteúdo do fato relevante, sem torná-lo impreciso, caso (i) não tivessem relação direta com as informações divulgadas e (ii) sua omissão não compromettesse a veracidade ou compreensão das informações divulgadas.⁸²

Portanto, percebe-se que a CVM entende que uma divulgação pode ser enganosa caso o seu conteúdo não reflita adequadamente os fatos que são conhecidos pela companhia, de modo a criar uma assimetria de informações que possa induzir o investidor a erro. Como resultado do julgamento, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria (vencido o Presidente Marcelo Barbosa, que discordou do enquadramento legal da infração, como explicado acima), condenar o Diretor Presidente da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., e, por unanimidade, condenar o seu Diretor de Relações com Investidores e absolver os demais administradores.

3. Imputação do ato de divulgação à companhia aberta.

O artigo 47 do Código Civil consagrou a regra geral de que os atos dos administradores, quando praticados no limite de seus poderes definidos no ato constitutivo, vinculam apenas a pessoa jurídica.⁸³

81 Assim, “na data da publicação do Fato Relevante, havia informações que, embora inconclusivas, tinham o potencial de influir de modo ponderável na decisão dos investidores de negociar as ações da Companhia” (parágrafo 3 da manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517).

82 “Com efeito, havendo a administração decidido divulgar o Fato Relevante, a não inclusão em tal comunicado de informações a respeito das Incertezas, tendo em vista a necessidade de atendimento ao disposto no art. 14 da Instrução CVM no 480/09, somente seria lícita diante de evidências de que: (i) as Incertezas não tinham relação direta com as informações divulgadas no Fato Relevante; ou (ii) sua não inclusão não comprometeria a veracidade ou compreensão do conteúdo do Fato Relevante, evidências estas que poderiam ter sido identificadas no âmbito de detida análise da administração” (parágrafo 15 da manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517).

83 “Art. 47. Obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo”.

Não seria exagero afirmar que o dispositivo, assim como o artigo 1.022 do Código Civil, representa a positivação da teoria organicista.

Ainda que possa parecer trivial em alguns casos, a imputação de atos dos administradores à companhia ainda causa certa confusão, ao ponto de levar alguns a defenderem que o emissor de valores mobiliários não deve ser responsabilizado por violações informacionais cometidas por meio de seus órgãos.⁸⁴ No entanto, negar a imputação à companhia de atos realizados por meio de seus órgãos significaria negar, igualmente, a capacidade da companhia de agir, contrair obrigações e exercer direitos em nome próprio.

No contexto específico do dever de informar, se, por um lado, é verdade que os administradores possuem deveres de prestar informação que não se relacionam com os da companhia, por outro lado, é inegável que a própria companhia possui, como emissora de valores mobiliários publicamente negociados no mercado, deveres de informação que lhe são impostos diretamente pelas normas.

A partir da teoria organicista da administração, enxerga-se na pessoa jurídica um centro de imputação de direitos e obrigações. O reconhecimento da capacidade da pessoa jurídica de ser centro de imputação de relações jurídicas é resultado do amadurecimento do direito sobre a atribuição de personalidade a entes coletivos.

A ideia da autonomia jurídica de entidades coletivas, como pessoas distintas dos seus membros,⁸⁵ começou a ser estudada no

84 Vide, por todos: (i) EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? *In*: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 99; e (ii) GONTIJO, Bruno Miranda. *Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores*: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019. p. 85.

85 Conforme notícia Francisco Amaral, embora o direito romano reconhecesse a existência de entidades coletivas, elas não eram consideradas como entes independentes e autônomos. “O direito romano não conheceu a pessoa jurídica como entidade distinta dos indivíduos que a

âmbito do direito canônico, que enxergava a Igreja como uma entidade perene, com existência autônoma.⁸⁶ Junto do materialismo que permeava o direito germânico, a ideia de autonomia jurídica de entes coletivos do direito canônico forneceu a base da concepção moderna da pessoa jurídica, pela qual se reconhece a autonomia de “um conglomerado de pessoas naturais, dotado, porém, de uma existência que não se confunde com a de nenhum de seus membros”.⁸⁷

Os atos dos diretores são imputáveis à pessoa jurídica, pois eles apenas manifestam e efetivam, para a produção dos devidos efeitos jurídicos, uma vontade unificada resultante de um processo de combinação das vontades individuais distintas dos membros de um ente coletivo. Os diretores, atuando como órgãos da companhia, são meios para a prática de atos de vontade da pessoa jurídica, garantindo a produção de efeitos jurídicos por ela pretendidos.⁸⁸

compõem. Essencialmente práticos, não eram dados a tais abstrações” (AMARAL, Francisco. *Direito civil* – introdução. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 277).

86 “Os fiéis estavam na Igreja, mas não eram a Igreja: a Igreja era um corpus místico; era uma entidade espiritual e, entretanto, dotada de uma existência material sensível. Partindo destes dados, os canonistas imaginaram esta personalidade abstrata que podem ter certas organizações coletivas e que não se confunde com os membros que nela momentaneamente se encontram” (DANTAS, Francisco Clementino de San Tiago. *Programa de direito civil*. 2. ed. Rio de Janeiro, Editora Rio., 1979. p. 207).

87 *Ibidem*. p. 208.

88 Conforme explicação de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “o direito societário adotou a teoria institucionalista da companhia, segundo a qual a sociedade anônima é encarada como um ente coletivo estruturado mediante a organização de diferentes centros de imputação de poderes funcionais, estabelecidos por lei, tanto para a formação da vontade coletiva como para a sua exteriorização, execução e fiscalização. Esses polos de atribuições de poderes, componentes e integrantes da sociedade, são designados pela própria legislação de órgãos sociais. Órgãos sociais são, portanto, núcleos de imputação de poderes funcionais, exercidos por um ou mais indivíduos, de que são investidos com o objetivo de expressar a vontade imputável à pessoa jurídica. Entre esses órgãos sociais, a que são atribuídas funções determinadas, estão os órgãos da administração, encarregados das funções de gestão e de representação do ente coletivo. Daí dizer-se que o vínculo que liga o administrador à companhia, investido das funções de gestão e representação, não provém de nenhuma relação de índole contratual, mas de uma relação orgânica, derivada do estatuto legal do anonimato” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Op. Cit.* p. 55-56).

O diretor somente será pessoalmente responsável civilmente pelos atos que praticar fora do seu escopo de atuação como órgão da companhia, seja porque (i) o diretor pratica o ato em nome próprio, ou porque (ii) o diretor pratica o ato excedendo os seus poderes, de forma incompatível com a vontade da companhia formada no bojo da hierarquia societária.

No caso das sociedades anônimas, a capacidade da pessoa jurídica de assumir obrigações e direitos foi reforçada pelo desenvolvimento do viés institucional da companhia, em especial no caso da companhia aberta.⁸⁹

A orientação geral de imputação do ato do diretor à companhia foi adotada pela Lei nº 6.404/1976 em seu artigo 158, *caput*, que exime o administrador de responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade por meio de atos regulares de gestão.⁹⁰

Segundo Luiz Antonio Sampaio Campos, “[o] *caput* do artigo 158 deixa claro que o administrador, em regra, não guarda nenhuma responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão”.⁹¹ Ao agir como órgãos da companhia, estabelecendo relações com terceiros, os diretores vinculam a sociedade à vontade manifestada.⁹²

89 “Diante do seu caráter institucional e do interesse do público investidor envolvido, a companhia aberta é considerada uma organização, com diversos centros de imputação de poderes-deveres, que formam a vontade da sociedade e a representam. Esta vontade social é, em particular, manifestada pelos órgãos administrativos e representativos da pessoa jurídica, de modo que os atos deles são os próprios atos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. *In*: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 29-30).

90 Conforme a primeira parte do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976: “O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”.

91 CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 873.

92 “Na medida em que ele age como órgão da companhia, no relacionamento com terceiro,

As obrigações contraídas em nome da sociedade não se limitam apenas àquelas decorrentes de negócios jurídicos, mas também incluem as obrigações nascidas de outras fontes,⁹³ como a responsabilidade civil. A atribuição do ato do diretor à sociedade, ainda que para fins de imputação de responsabilidade, é fruto da evolução técnica acerca da capacidade delitual da pessoa jurídica.⁹⁴

Portanto, quando o diretor pratica ato regular de gestão, não deve haver dúvidas de que a companhia responde por tal ato⁹⁵. Nesses casos, imputa-se o ato à companhia, “que por ela responde com exclusividade, não havendo qualquer responsabilidade pessoal do administrador”⁹⁶. *Ainda que a regra não esteja expressa no artigo 158, caput*, da Lei nº 6.404/1976, ela é consequência lógica da interpretação do dispositivo: se o diretor não é responsável pessoalmente pelo ato regular de gestão, a única conclusão possível é que a responsabilidade por tal ato é imputável à companhia.⁹⁷

estabelece obrigações para a pessoa jurídica, atuando, portanto como seu representante” (EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984. p. 51).

93 As fontes das obrigações são, resumidamente, o ato ilícito, o negócio jurídico (bilateral ou unilateral) e a lei (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do Direito Civil – Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 2. p. 4).

94 “No direito romano, não havia, dissemos, vontade coletiva da universitas, exceto no direito público. [...] Não podia delinquir, nem proceder com dolo ou culpa. A Idade Média criou a capacidade delitual da pessoa jurídica. A responsabilidade da pessoa jurídica, inclusive do Estado, pelo ato do seu órgão como tal, corresponde a momento de longa evolução técnica, em que só se exige para a responsabilidade a culpa, ou a simples causação no exercício das funções. O ato é próprio, não do órgão como outra pessoa. [...] Precisa, para se considerar ilícito, ser, da parte da pessoa jurídica, contra direito” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado – Pessoas Físicas e jurídicas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, v. 1. p. 402-403).

95 EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.* p. 54.

96 *Idem*.

97 “Como decorrência da personalidade jurídica reconhecida à companhia (CC, arts. 44, II, e 985) e da sua estruturação orgânica, a nossa lei societária – expressando solução que se imporia mesmo diante de seu silêncio – prevê a irresponsabilidade pessoal do administrador por atos

A divulgação de informações ao mercado configura ato de gestão dos diretores da companhia. Ao divulgar informações ao mercado, o diretor, atuando como órgão da companhia, pratica o ato com o objetivo de cumprir obrigação legal da própria pessoa jurídica, de modo que a ela deve ser imputado o ato.

Por esse motivo, Luís Gastão Paes de Barros Leães entende que, ao colocar seus valores mobiliários para negociação no mercado, a companhia submete-se às regras gerais de responsabilidade civil, respondendo por eventuais prejuízos causados por falhas de divulgação. A responsabilidade por esses atos é da própria companhia⁹⁸. Dito de outra forma, como a lei estabelece a obrigação de prestação de informações fidedignas ao mercado pelas companhias, a falha dos órgãos de administração em cumprir a determinação legal pode ser imputada à companhia.⁹⁹

Conclusão.

O presente trabalho analisou a violação do dever de informar

regulares de gestão. De fato, na condição de órgão da sociedade, o administrador exterioriza a vontade social (LSA, art. 144) e, perante terceiros, é a própria sociedade quem estará assumindo obrigações e exercendo direitos e poderes (CC, art. 47; LSA, art. 158)” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 211).

98 “Acrece que, no caso de balanço de exercício, avisos de fato relevante que deveriam ser publicados e não o foram, prospectos incompletos e outros atos societários, afigura-se patente na lei societária que a responsabilidade é da sociedade, por se tratarem de atos complexos, de que participam os diversos órgãos da sociedade, com a contribuição de diversos funcionários e conselheiros” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Op. Cit.* p. 53).

99 “Portanto, a responsabilidade dos órgãos da sociedade tem natureza extracontratual, pois não decorre de uma relação meramente obrigacional, mas da própria Lei, como no caso de violação do dever de prestar informações fidedignas ao mercado, previsto nos artigos 1º da Lei 7.913/89 e 3º, VI e X da Lei 1.521, bem como em normas da CVM. Assim, os atos realizados pelos seus órgãos são considerados atos da própria sociedade, imputáveis a ela, pois é a sua vontade que se manifesta nos atos de gestão dos seus administradores” (CARVALHOSA, Modesto. *Op. Cit.* p. 29).

pela companhia aberta, buscando definir as hipóteses de sua caracterização e imputação à pessoa jurídica. É possível concluir que, embora a Lei nº 6.404/1976 imponha deveres de informação aos administradores, a Lei nº 6.385/1976 criou diversos deveres informacionais para a companhia aberta. A responsabilidade da companhia pela divulgação de informações ao mercado foi reforçada pelas normas da CVM, que preveem expressamente a possibilidade de sua responsabilização no caso de descumprimento das obrigações de divulgação.

O dever de informar é norteado por diversas diretrizes estabelecidas pela Instrução CVM nº 400/2003 (no caso do mercado primário) e Resolução CVM nº 80/2022 (no caso do mercado secundário), que exigem a divulgação de informações claras, precisas, verdadeiras e objetivas ao mercado. A violação do dever de informar, portanto, surge a partir da divulgação de informações imprecisas ou falsas, capazes de induzir investidores a erro.

Por fim, concluiu-se que o ato de divulgação da informação imprecisa ou falsa pode ser atribuído à companhia aberta, ainda que tenha sido praticado por meio dos seus órgãos de administração, em função da aplicação da teoria organicista.