XXIV ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI - UFS

DIREITO EMPRESARIAL

DEMETRIUS NICHELE MACEI

MARCELO BENACCHIO

MARIA DE FATIMA RIBEIRO

Copyright © 2015 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos.
Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – Conpedi
Presidente - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS
Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR
Vice-presidente Norte/Centro - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP
Secretário Executivo -Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC
Secretário Adjunto - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

Conselho Fiscal
Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR
Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP
Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini Sanches - UNINOVE
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)
Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

Representante Discente - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

Secretarias
Diretor de Informática - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC
Diretor de Relações com a Graduação - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borgs – UFU
Diretor de Relações Internacionais - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC
Diretora de Apoio Institucional - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC
Diretor de Educação Jurídica - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM
Diretoras de Eventos - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA
Diretor de Apoio Interinstitucional - Prof. Dr. Vladmir Oliveira da Silveira – UNINOVE

D598

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/UFS;
Coordenadores: Demetrius Nichele Macei, Marcelo Benacchio, Maria De Fatima Ribeiro–
Florianópolis: CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-85-5505-042-8
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: DIREITO, CONSTITUIÇÃO E CIDADANIA: contribuições para os objetivos de desenvolvimento do Milênio.

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. 2. Empresarial. I. Encontro Nacional do CONPEDI/UFS (24. : 2015 : Aracaju, SE).

CDU: 34

CONPEDI
Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Florianópolis – Santa Catarina – SC
www.conpedi.org.br

XXIV ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI - UFS

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

APRESENTAÇÃO

Os artigos publicados foram apresentados no Grupo de Trabalho de Direito Empresarial, durante o XXIV ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI realizado em Aracajú - SE, entre os dias 03 e 06 de junho de 2015, em parceria com o Programa Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Sergipe UFS.

Os trabalhos apresentados propiciaram importante debate, onde profissionais e acadêmicos puderam interagir em torno de questões teóricas e práticas considerando o momento econômico e político da sociedade brasileira, em torno da temática central - DIREITO, CONSTITUIÇÃO E CIDADANIA: contribuições para os objetivos de desenvolvimento do Milênio. Referida temática revela a dimensão do desafio que as diversas linhas de investigação do Direito em desenvolvimento no país, têm buscado enfrentar ao acolherem abordagens que possibilitem aprender de forma consistente a crescente complexidade do processo de globalização.

Na presente coletânea encontram-se os resultados de pesquisas desenvolvidas em diversos Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos rigorosamente selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento da área jurídica e afim. Os temas apresentados do 13º GT foram agrupados por similitudes envolvendo as políticas de compliance e Lei Anticorrupção, Recuperação Judicial das Empresas, Função Social da empresa e sua preservação, a desconsideração da pessoa jurídica à luz do novo Código de Processo Civil entre outras temáticas específicas. A doutrina dessa nova empresarialidade demonstra que a atividade empresarial deve se pautar, entre outros aspectos, em princípios éticos, de boa-fé e na responsabilidade social.

Os 24 artigos, ora publicados, guardam sintonia, direta ou indiretamente, com o Direito Constitucional, Direito Civil, Direito do Direito do Trabalho, na medida em que abordam itens ligados à responsabilidade de gestores, acionistas e controladores, de um lado, e da empresa propriamente de outro. Resgata, desta forma, os debates nos campos do direito e áreas especificas, entre elas a economia. Os debates deixaram em evidência que na recuperação de empresas no Brasil há necessidade de maior discussão sobre o tratamento

adequado dos débitos tributários. De igual modo, de forma contextualizada há a observância do compromisso estabelecido com a interdisciplinaridade.

Todas as publicações reforçam ainda mais a concretude do Direito Empresarial, fortalecendo-o como nova disciplina no currículo do curso de graduação e as constantes ofertas de cursos de especialização e de stricto sensu em direito.

O CONPEDI, com as publicações dos Anais dos Encontros e dos Congressos, mantendo sua proposta editorial redimensionada, apresenta semestralmente volumes temáticos, com o objetivo de disseminar, de forma sistematizada, os artigos científicos que resultam dos Eventos que organiza, mantendo a qualidade das publicações e reforçando o intercâmbio de idéias, com vistas ao desenvolvimento e ao crescimento econômico, considerando também a realidade econômica e financeira internacional que estamos vivenciando, com possibilidades abertas para discussões e ensaios futuros.

Espera-se, que com a presente publicação contribuir para o avanço das discussões doutrinárias, jurídicas e econômicas sobre os temas abordados.

Convidamos os leitores para a leitura e reflexão crítica sobre a temática desta Coletânea e seus valores agregados.

Nesse sentido, cumprimentamos o CONPEDI pela feliz iniciativa para a publicação da presente obra e ao mesmo tempo agradecemos os autores dos trabalhos selecionados e aqui publicados, que consideraram a atualidade e importância dos temas para seus estudos.

Profa. Dra. Maria de Fátima Ribeiro - Unimar

Prof. Dr. Demetrius Nichele Macei Unicuritiba

Prof. Dr. Marcelo Benacchio - Uninove

Coordenadores

DISCLOSURE NAS COMPANHIAS ABERTAS E A QUESTÃO DAS INFORMAÇÕES ESTRATÉGICAS

DISCLOSURE IN PUBLIC COMPANIES AND THE QUESTION OF STRATEGIC INFORMATION

Marília Figueiredo Álvares Da Silva
Rodrigo Alves Pinto Ruggio

Resumo

O presente trabalho pretende promover estudo acerca da adoção de um paradigma de disclosure às companhias abertas no Brasil pelo ordenamento jurídico atual. Procurou-se empreender exame de alguns aspectos da Lei nº 6.404/1976 os quais denotam de forma definitiva a intenção de se instituir um sistema de revelação amplo para as companhias abertas nacionais, modificando-se, nesse particular, a sistemática anterior, a qual refletia um modelo de sigilo. Nesse contexto, resulta que o papel antes exercido pelo administrador adquiriu novas feições, passando este a assumir maiores obrigações junto à companhia e ao corpo de investidores. Entende-se que a introdução de um modelo de revelação ampla traz consequências bastante positivas para o mercado, posto que a adoção de mecanismos de disclosure aumenta o controle dos investidores sobre os negócios da empresa, na medida em que atribui maiores responsabilidades ao administrador, confere maior transparência à atividade das companhias e estimula sobremaneira o ingresso de novos investimentos. Entretanto, a análise destes mecanismos não pode descuidar do fato de que existem informações estratégicas para a Companhia que se reveladas poderão prejudicar seu aviamento, gerando impactos em seus resultados no curto, médio ou longo prazo, razão pela qual é preciso delimitar com clareza quais informações estão abrangidas em um sistema de full disclosure.

Palavras-chave: Divulgação; companhia aberta; informação.

Abstract/Resumen/Résumé

The present work aims to promote study on the adoption of a paradigm of disclosure in public companies in Brazil by the current law. It was sought to undertake examination of some aspects of Law n. 6.404 /1976 which denote definitively the intention of establishing a broad revelation system for national companies, modifying, in this particular, the previous system, which reflected a confidentiality model. In this context, it is clear that the role played by the administrator before acquired new features, passing this to take greater obligations to the company and the investors. It is understood that the introduction of a broad revelation model brings a very positive impact on the market, provided that, if the adoption of disclosure mechanisms has increased the investor's control over the company's business, by giving more responsibility to the administrator, it is also true that greater transparency to the

activity of public companies has been a stimulate to the entrance of new investments. However, analysis of these mechanisms can not ignore the fact that there are strategic information for the Company which disclosure may harm your goodwill of a trade, generating impacts on its results in the short, medium or long term, which is the reason must be clearly defined what information are covered in a full disclosure system.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Disclosure; public company, Information.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho pretende apresentar a temática de *disclosure* nas companhias abertas no Brasil. O artigo se propõe a discutir o modo de operacionalização do dever de informar sob a ótica do *disclosure*, bem assim, pretende analisar os eventuais limites ao direito à informação, de que são titulares os acionistas, os investidores e a coletividade do mercado, dado o conflito entre o direito de ser informado e a existência de informações estratégicas para a companhia, cuja revelação poderia acarretar prejuízo a seus interesses comerciais.

Destarte, o segundo capítulo tem como objeto abordar o contexto de surgimento e o escopo do regime de *disclosure*, o qual se consolidou no Brasil pelo advento da Lei nº 6.404 de 1976. É também objeto deste capítulo o exame do dever de informar que toca ao administrador das companhias abertas, relativamente ao estado financeiro e ao estado negocial da sociedade, dirigindo-se aos acionistas e ao mercado. A partir daí, lança-se à análise de alguns aspectos de relevo resultantes do dever de informação.

O terceiro capítulo se propõe a tratar do conflito entre a ampla divulgação de informações adotada pela Lei nº 6.404 de 1976, e a disseminação daquelas que possuam cunho estratégico, cuja publicidade poderia afetar interesse legítimo da companhia e que, por esse motivo, estariam justificadamente sujeitas ao sigilo.

Ainda, é objetivo deste estudo a interpretação dos dispositivos da Lei nº 6.404/1976 que regulam a matéria à luz da doutrina especializada e da jurisprudência. A metodologia empregada se alicerçou em revisão bibliográfica realizada em fontes doutrinárias, pesquisa em normas legais e busca de jurisprudência. Igualmente, norteou o critério de pesquisa aqui utilizado a investigação de atos normativos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

2 O DEVER DE INFORMAR NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1. Contexto de surgimento e escopo da regra de *disclosure*

De início, antes de se adentrar propriamente à temática deste capítulo, cumpre apresentar brevemente o significado da expressão *disclosure* e daquilo que se entende ou se deve entender a partir de seu uso. Eis, portanto, a definição do verbete segundo o *Webster's New Collegiate Dictionary*:

> disclosure
> dis.clo.sure
> *n* 1 : the act or an instance of disclosing : EXPOSURE 2 : something disclosed : REVELATION

Em tradução livre, o conceito acima definido quer dizer: "o ato ou uma instância de divulgação; EXPOSIÇÃO; algo divulgado; REVELAÇÃO".

Assim, aplicando-se tal significado à lógica das sociedades anônimas, tem-se que o *disclosure* deve ser entendido como um sistema que possibilita a revelação ampla das informações acerca do estado financeiro ou negocial da companhia, impondo-se, assim, o dever de divulgação. Sobre o conceito de *disclosure* (TAYAR DUARTE DIAS, 2009, p. 124):

> representa o dever de divulgar informações relativas à companhia de forma clara e transparente, sendo abordados aspectos positivos e negativos relativos à sua situação financeira quaisquer outras questões que influenciem de alguma forma na correta compreensão do estado da companhia por parte de seus investidores.

Feitas tais breves considerações, é importante situar no tempo o chamado sistema de *disclosure* ou revelação ampla, bem como expor algumas consequências decorrentes de sua adoção. O surgimento desse modelo remonta, historicamente, à Inglaterra na metade do século XIX, quando ocorreu a edição de sua Lei das Sociedades, a *Companies Act*, como assinala Ivo Timbó (TIMBÓ, 2006, p. 52 e 53):

> O sistema de disclosure, consoante aponta Louis Loss, é de origem inglesa, tendo sido originalmente previsto na Lei das Sociedades (Companies Act) de 1844. Esta lei introduziu o princípio de proporcionar informações mínimas, de forma obrigatória, por meio da emissão de um prospecto, pela companhia que oferecia valores mobiliários ao público. Em 1929, com a edição de uma nova lei de sociedades na Inglaterra (English Company Act), o sistema de disclosure foi ratificado como medida de controle de fraudes.

Todavia, é de se destacar que o sistema ganhou mais força a partir da crise financeira deflagrada nos Estados Unidos, no ano de 1929, período marcado por intensa recessão econômica, no qual o mercado de valores mobiliários norte-americano enfrentou forte declínio. Tal crise demonstrou de modo inegável a vulnerabilidade do mercado de valores daquele país à época, que carecia sobremaneira de mecanismos de regulamentação que fossem capazes de assegurar maior proteção e amparo aos investidores. Nesse sentido argumenta (GUAZZELLI, 2013, p. 21):

> As bolsas de valores não estavam sujeitas a qualquer regulamentação governamental e durante muitos anos as tentativas de sujeitar as bolsas de valores à regulação federal ou estadual foram vigorosamente repelidas, argumentando-se que o sistema de autorregulação funcionava eficientemente. No entanto, a crise de 1929 mostrou que esse sistema não era tão eficaz quanto parecia.

Por conseguinte, diante da profunda crise instalada, avultou-se a necessidade de se instituir um sistema eficaz de regulação ao mercado de valores, inserindo-se, a partir daí, a figura do *disclosure* (GUAZZELLI, 2013, p. 22):

> Nesse contexto, foram promulgadas duas leis federais disciplinando o mercado de capitais norte-americano. A primeira, o *Securities Act*, foi promulgada em 1933, com o objetivo principal de estabelecer regras e premissas para a negociação de valores mobiliários, tornando mandatório o fornecimento aos investidores de informações detalhadas a respeito de valores mobiliários objeto de oferta pública envolvendo mais de um estado. Logo em seguida, em 1934, foi editado *o Securities Exchange Act* que ampliou a doutrina do *full disclosure* (ampla e precisa informação aos investidores) também para títulos transacionados no mercado secundário e criou a comissão de valores norte-americana, a *Securities Exchange Comission.*

Destarte, pela inspiração em tais ordenamentos jurídicos estrangeiros, em particular no modelo norte-americano, iniciou-se no Brasil a concepção de uma mudança de sentido em relação à sistemática anteriormente adotada, pois, como aduz o professor Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 331), o diploma de 1940 regia-se pelo princípio do sigilo:

> Fundava-se a antiga lei de 1940 em princípio inteiramente inverso ao da Lei n. 6.404, de 1976, ou seja, na regra de sigilo, pela qual cabia aos administradores preservar a companhia da indiscrição dos concorrentes e de terceiros no que tange às suas atividades negociais.

Contudo, em um mercado de valores cada vez mais globalizado, não remanescia mais qualquer espaço para se falar em regime de sigilo nas companhias abertas, tornando-se premente a mudança da orientação legal para um regime que pudesse atender aos múltiplos interesses dos acionistas (mormente os minoritários), dos investidores em geral e do mercado como um todo, no que respeita a obtenção de informações completas, claras e precisas acerca da situação financeira e dos negócios das sociedades.

Em consequência, não pôde se furtar o legislador à adoção de um sistema mais moderno e democrático, pautado na ampla divulgação de informações, e que permitisse ao grupo de acionistas e aos investidores maior acesso às informações acerca do *status* negocial e financeiro da companhia. Sucedeu-se a isso, portanto, pela vontade do legislador de 1976, o rompimento com a sistemática de sigilo e a instituição de um novo paradigma, de *disclosure*,

conforme apontam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 500):

> Temos apontado, ao longo dessa exposição, a preocupação do legislador de 1976 com a *full disclosure*, ou seja, com a revelação ampla ao corpo acionário de dados e informações sobre a empresa, que permitam a cada componente do corpo acionário o maior conhecimento possível sobre as atividades sociais. Dessa forma, pode-se afirmar que existe todo um sistema normativo que regular a maneira pela qual deve o acionista inteirar-se do que sucede na sociedade. Fazem parte desse sistema os princípios atinentes às *demonstrações financeiras* (art. 176 e seguintes) e o *dever de informar*, atribuído ao administrador da companhia aberta (art. 157), além, naturalmente, das regras relativas à divulgação dos documentos da administração (art. 133), antes da Assembléia Geral Ordinária.

Acerca do contexto de surgimento do sistema de *disclosure* nos Estados Unidos e sua finalidade comentam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, autores do projeto que se converteu na Lei de S.A, (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1996, p. 380):

> A filosofia da *disclosure* foi a vencedora nos Estados Unidos, em 1934, com a edição da *Securities Act* e a criação da *Securities and Exchange Comission* (...). Sustentava-se que, para o investidor, essas providências deveriam produzir basicamente dois efeitos: impedir ou prevenir algumas transações fraudulentas, que não resistiriam à luz da publicidade; melhorar o nível de julgamento dos *experts* (...) especificamente, os corretores e os grandes investidores - o que, de alguma forma, deveria refletir-se no mercado, e acabaria filtrado para o investidor comum, através de seus conselheiros.

Soma-se a isso que a necessidade de um regramento capaz de conferir maior transparência às companhias abertas se tornou ainda mais imperiosa em virtude da dissimetria de informações disponíveis aos acionistas, investidores e ao mercado em geral. Esse desequilíbrio de informações resulta em certos níveis de insegurança negocial para aqueles que operam no mercado, como pontua Otavio Yazbek (YAZBEK, 2007, p. 42):

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

Desse modo, consoante expõe Rachel Sztajn, a desigualdade das informações acessíveis aos agentes do mercado é problema que afeta a avaliação dos valores no mercado (CASTRO; WARDE JÚNIOR; GUERREIRO, 2013, p. 229):

> Informações materiais devem ser levadas a conhecimento dos investidores, mas como saber se esta era efetivamente relevante para todos os potenciais interessados?

> A redução do fosso entre investidores mais e menos sofisticados é, sem dúvida, problema informacional; requer-se que a informação seja crível sem o que, como explicou Akerlog, a sub ou super avaliação dos ativos poderá ocorrer.

Nesse passo, entende-se que a adoção da sistemática de *disclosure* viabilizou a redução da assimetria de informações (ainda que não tenha conseguido eliminá-la), a partir do estabelecimento de regras específicas que visam a assegurar ampla disponibilidade de informações aos agentes do mercado. Logo, como acentua Modesto (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 343), o *disclosure* tem por escopo promover a garantia de igualdade nas negociações de valores mobiliários das companhias, concretizando a proteção ao acionista minoritário, aos investidores e ao mercado:

> A função desse sistema é, portanto, a de assegurar direitos e equidade nas negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia e negociados no mercado de capitais. Visa principalmente à proteção legal dos acionistas minoritários, aqui entendidos como aqueles que não têm acesso à administração da empresa. Objetiva, no entanto, o sistema não só a proteção jurídica dos acionistas, mas também do público investidor e da própria estrutura do mercado de capitais, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia.

Resulta daí que o modelo de *disclosure*, para obtenção dos fins a que se propõe, não se coaduna com a estrutura de sigilo, mas, ao revés, se baseia nas premissas de publicidade e de revelação imediata. Assim, para assegurar a transparência das informações e sua ampla divulgação aos interessados, a Lei de S.A. determina sejam elas publicadas em diário da União e em jornal de grande circulação (BRASIL, 1976):

> Art. 289. As publicações ordenadas pela presente Lei serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia.
>
> § 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá determinar que as publicações ordenadas por esta Lei sejam feitas, também, em jornal de grande circulação nas localidades em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados em bolsa ou em mercado de balcão, ou disseminadas por algum outro meio que assegure sua ampla divulgação e imediato acesso às informações.
> (...)

Destarte, afigura-se que a Lei nº 6.404 de 1976 abandonou em grande medida a sistemática de sigilo das atividades negociais para as companhias abertas, acolhendo um modelo de *disclosure* ou revelação ampla, impondo, via de consequência, novas atribuições

para os administradores de tais companhias, como o dever de informar, consagrado, maiormente, nos arts. 133 e 157 da Lei de S.A., conforme se verá adiante.

Por conseguinte, em virtude do dever de informação imposto ao administrador, este tornou-se o centro de gravitação do novo regime, isto é, passou a ser, ele próprio, o instrumento pelo qual se materializa o princípio de *disclosure*, dele dependendo, portanto, a visibilidade e a lisura das informações transmitidas ao mercado, bem assim, a realização do pressuposto de igualdade das negociações de valores mobiliários. Nesse sentido, manifesta-se Fábio Ulhoa Coelho (COELHO, 2012, p. 278):

> O regular funcionamento do mercado de capitais depende da transparência no acesso às informações sobre as companhias abertas emissoras dos valores mobiliários nele negociados. É o princípio do *full disclosure*, que procura assegurar a todos os investidores oportunidades iguais na negociação. O administrador é o principal agente de efetivação desse princípio negocial.

Muito se deve, portanto, ao novo regime, no que respeita a conquista de mais isonomia para os agentes e à aquisição de maiores níveis de transparência ao mercado de capitais, mas, como se verá a seguir, o bom funcionamento do sistema de *disclosure* depende sobremaneira da atuação proba e diligente do administrador, em cumprimento aos deveres que lhe são impostos pela lei.

2.2. Dever de prestar informações acerca do estado financeiro da companhia

Como visto, a Lei nº 6.404/1976 impõe aos administradores de companhias abertas o dever de informar, cuja abrangência é ampla. Assim, tem-se que o dever de informação compreende dois campos, de modo que um deles corresponde ao estado financeiro da companhia e o outro diz respeito ao estado de seus negócios, conforme aponta o professor Modesto (CARVALHOSA, 2009, v. 2, p. 808):

> A lei societária brasileira, não obstante fortemente inspirada no sistema norte-americano, dividiu nitidamente o regime de informações financeiras do regime de informações negociais. Quanto às primeiras, não podem as informações ser objeto de sigilo por parte dos administradores.

O dever de prestar informações sobre o estado financeiro da companhia está colocado no art. 133 da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976):

> Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:
>
> I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;
>
> II - a cópia das demonstrações financeiras;
>
> III - o parecer dos auditores independentes, se houver.
>
> IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> § 1º Os anúncios indicarão o local ou locais onde os acionistas poderão obter cópias desses documentos.
>
> § 2º A companhia remeterá cópia desses documentos aos acionistas que o pedirem por escrito, nas condições previstas no § 3º do artigo 124.
>
> § 3o Os documentos referidos neste artigo, à exceção dos constantes dos incisos IV e V, serão publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia-geral. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).
> § 4º A assembleia-geral que reunir a totalidade dos acionistas poderá considerar sanada a falta de publicação dos anúncios ou a inobservância dos prazos referidos neste artigo; mas é obrigatória a publicação dos documentos antes da realização da assembleia.
>
> § 5º A publicação dos anúncios é dispensada quando os documentos a que se refere este artigo são publicados até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária.

O referido artigo traz em seu bojo a exigência de comunicação de informações que revelem o estado financeiro da companhia em até um mês antes da realização de assembleia-geral ordinária. Verifica-se, portanto, com relação às informações que devam ser prestadas, que embora predomine no artigo a exigência de revelação de dados de cunho contábil, os quais aguçam a percepção do estado das finanças da companhia, não estão dele alijadas a prestação de informações que pertençam ao campo negocial.

Isso, porque, afora o fato de ser difícil se separar completamente os dados que pertençam ao âmbito negocial e ao financeiro, alcançou-se a compreensão de que o corpo de acionistas, no momento da realização da assembleia, precisa ter pleno conhecimento não apenas dos dados de natureza contábil ou financeira - os quais, muitas vezes não são suficientes para a formação de convicção a respeito das deliberações que devam ser tomadas –

mas também das informações de caráter negocial, que têm muita relevância na ponderação das decisões da assembleia.

Destarte, infere-se que as exigências do artigo supra concretizam um modelo que confere mais isonomia aos acionistas, na medida em que possibilita a todos igual acesso às informações nele exigidas antes que se realize a assembleia. Estando todos, pois, de posse das mesmas informações essenciais já definidas em lei, as deliberações tomadas em assembleia se revestem de maior legitimidade.

Ademais, entende-se que tal determinação, para além de buscar atender a um pressuposto de igualdade entre os acionistas, contribuindo para que a tomada de decisões seja mais democrática, visa também a colaborar para que a formação de vontade do corpo social esteja realmente motivada e dirigida pelos acontecimentos da companhia. Acerca da questão, argumenta (CARVALHOSA, 2009, v.2, p. 811):

> Entende-se, com respeito aos acionistas, que as informações financeiras e negociais que a companhia deve prestar-lhes constituem pressuposto do direito dos sócios de participar da deliberação da assembleia geral, tendo em vista a formação da sua vontade consciente. Entende-se mais que, se não houve a necessária e correta informação, haverá uma formação irregular de vontade. Em consequência, o fundamento do regime de informação é o próprio voto do acionista.

Em consequência, as decisões tomadas em sede de assembleia geral estarão melhor embasadas, porquanto o dever atribuído aos administradores pelo art. 133, situando-se na sistemática de revelação ampla, permite aos acionistas inteirar-se mais perfeitamente acerca da real situação da companhia.

A reforma da Lei de S.A., em 2001, ao acrescer os incisos IV e V, incluiu ainda entre os documentos que devam ser colocados à disposição dos acionistas, o parecer do conselho fiscal e demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia. Tais acréscimos legislativos, conforme salienta Marlon Tomazette (TOMAZETTE, 2013, p. 497), se situam na esteira de proteção aos acionistas minoritários, funcionando, o inciso V, como uma garantia ampla de acesso à informação aos acionistas acerca de qualquer matéria que deva ser submetida à deliberação em assembleia:

> Seguindo sua linha normal no sentido de proteção dos acionistas minoritários e reforçando o direito de informação, a reforma da Lei da S.A. impõe a colocação de novos documentos à disposição do acionista, sem a obrigação de sua publicação, quais sejam, o parecer do conselho fiscal, se houver, e quaisquer outros documentos que possam importar aos assuntos incluídos na ordem do dia. A formulação genérica

> utilizada pelo legislador pátrio é extremamente feliz na defesa do direito de informação, na medida em que garante o acesso a qualquer documento que diga respeito às matérias constantes da ordem do dia.

Verifica-se, portanto, que as alterações promovidas pela reforma da lei consolidaram, de forma mais efetiva e abrangente, a igualdade de acesso às informações pelos acionistas. A esse propósito também se prestam os parágrafos 1º e 2º do artigo mencionado, posto que, ao permitirem a disponibilização e a remessa de cópias dos documentos aos acionistas, facilitam o acesso às informações pertinentes antes da ocorrência da assembleia.

2.3. Dever de prestar informações acerca do estado dos negócios da companhia

O dever do administrador de prestar informações sobre o estado dos negócios da companhia está inserido no art. 157 da Lei nº 6.404/76 e se relaciona fundamentalmente à transparência negocial da sociedade anônima. Como pontua Fábio Ulhoa Coelho (COELHO, 2012, p. 277), o dever de informar acerca da situação dos negócios da companhia se divide em dois aspectos:

> O cumprimento desse dever apresenta dois aspectos distintos: de um lado, o pertinente às informações para esclarecimento de acionistas; de outro, as comunicações de modificações na posição acionária ou de fatos relevantes, cujo destinatário é o mercado (ou seja, os seus operadores e investidores em geral).

Destarte, o art. 157, *caput*, da Lei de S.A., obriga o administrador de companhia aberta a prestar informações relativas aos valores mobiliários de que seja titular no ato da assinatura do termo de posse, ao passo que o parágrafo 1º elenca as informações que devem ser divulgadas à assembleia geral mediante solicitação de acionistas representantes de ao menos 5% do capital social. (BRASIL, 1976):

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)
>
> § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:
>
> a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

> b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
>
> c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
>
> d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
>
> e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.
>
> (...)

Todavia, sem embargo das contribuições introduzidas por esse dispositivo ao sistema de revelação ampla, não se podem olvidar as críticas doutrinárias (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 336) no que respeita à exigência do parágrafo 1º, o qual condiciona a possibilidade de demandar as informações ali previstas à solicitação de representantes de no mínimo 5% do capital social. Ora, a imposição mostra-se inadequada, porquanto o percentual de 5% afigura-se elevado em face da diluição da titularidade do capital social das companhias abertas, mormente as grandes companhias. Em consequência, essa condição acaba por dificultar aos minoritários a requisição de tais informações em assembleia.

Outrossim, a regra inserida no parágrafo 2º do mesmo artigo procurou assegurar aos acionistas a publicidade e o amplo acesso às informações reveladas pelo administrador em assembleia geral ordinária:

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.
> (...)
> § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

Por outro lado, o preceito contido no parágrafo 3º faz referência a abusos cometidos pelos solicitantes dos esclarecimentos veiculados no parágrafo 1º da norma supramencionada:

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

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

Entende-se que tais abusos podem ocorrer quando o acionista fizer mau uso dessas informações, ao utilizá-las em proveito próprio, mas em detrimento de interesse da companhia ou em benefício de concorrentes (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 339). Contudo, não se pode inferir pela leitura do dispositivo que se pretendeu o sigilo das informações reveladas em assembleia, mas tão somente buscou-se coibir a sua utilização fraudulenta. Tal posicionamento não se coaduna com o escopo legislativo e com a própria noção de *disclosure*, a qual se baseia na publicidade.

Por isso mesmo, o art. 157, em seu § 4º, estipula ao administrador o dever de revelar fato relevante em seus negócios, "que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia", nos seguintes termos:

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.
> (...)
> § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Acerca da definição do que possa ser tido como fato relevante, o professor Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 2009, v.3, p. 343) fornece a seguinte explicação:

> Deverá ser considerado relevante quando puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quando o ato ou fato puder provocar impacto no mercado de capitais.

Ainda, a Instrução Normativa nº 358 da CVM[1], que regulamenta a divulgação de informações pelas companhias abertas e disciplina sua utilização, veicula em seu art. 2º,

[1] Embora alterada pela Instrução Normativa nº 369 da CVM, a referida instrução se manteve em vigor, não tendo sido modificado quanto aos artigos destacados nesse trabalho.

definição de fato relevante, elencando um rol exemplificativo de situações que se constituem como tal (BRASIL, 2002):

> Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:
> I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
> II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
> III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.
> Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:
> I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
> II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
> III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
> IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
> V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
> VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
> VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
> VIII - transformação ou dissolução da companhia;
> IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
> X - mudança de critérios contábeis;
> XI - renegociação de dívidas;
> XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
> XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
> XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
> XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
> XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
> XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
> XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
> XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
> XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
> XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

> XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Destarte, consoante dispõe o art. 157, § 4º, da lei, e considerando o sentido atribuído pelo legislador à expressão "fato relevante", infere-se que o administrador possui o dever essencial de informar o mercado acerca de toda e qualquer deliberação que possa eventualmente influenciar o comportamento dos investidores quanto à opção pela venda ou aquisição de novos valores mobiliários da companhia.

No entanto, importa ressaltar que, embora não haja prazo legal para a divulgação de fatos relevantes, o entendimento que prevalece é o de que tal divulgação deve ocorrer tão logo a companhia esteja de posse dos elementos necessários para compreender o alcance da situação a ser informada e posicionar-se a respeito, o que se entende por revelação imediata.

Sem embargo, o parágrafo 5º do mesmo artigo outorga ao administrador a prerrogativa da recusa à prestação de informações que envolverem atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia, quando a comunicação puder ameaçar interesse legítimo da companhia. Evidente que não será qualquer situação que ensejará a referida recusa, mas apenas as circunstâncias nas quais estiver em xeque interesse legítimo da companhia. Sobre a recusa ao fornecimento de informações e o que se pode entender por interesse legítimo, se abordará com mais vagar no capítulo subsequente.

Noutro giro, o parágrafo 6º, inserido em 2001, no contexto da reforma da lei de sociedades anônimas estendeu o dever de informação do administrador, devendo este comunicar à Comissão de Valores Mobiliários, às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão acerca de quaisquer alterações em suas posições acionárias da companhia:

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.
> (...)
> § 6o Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Entretanto, como ensina Modesto Carvalhosa, o dever do administrador previsto nesse parágrafo não se restringe apenas à informação acerca das modificações de suas

posições acionárias, mas também de comunicar quaisquer outras alterações de suas posições em relação aos demais títulos e valores mobiliários. Assim, a interpretação literal do dispositivo não pode prevalecer, pois, do contrário, haveria dissonância com o *caput* do artigo, o qual determina que o administrador declare "o número de ações, bônus de subscrição, opções de compras de ações e debêntures conversíveis em ações". Nesse sentido (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 333):

> Daí impor-se a *interpretação sistemática* da redação do §6º, permitindo compatibilizá-lo com o *caput* deste mesmo art. 157, que continua vigente com a redação que lhe deu a Lei n. 6.404, de 1976. Em consequência, deverão os administradores declarar não somente as mudanças em suas posições *acionárias*, mas também em *suas posições quanto aos demais títulos mencionados no* caput *deste artigo*.

Ademais, levando-se em conta o espírito da lei, que é justamente o da ampla divulgação de informações, não haveria sentido em se fazer uma interpretação estrita da norma em detrimento do mercado e dos investidores.

Por outro lado, outro motivo fundamental para a alteração do texto legislativo foi o de verificar e coibir a ocorrência da prática de *insider trading*. Isso porque, antes da reforma, a lei previa ao administrador o dever de declarar os títulos e valores mobiliários de que fosse titular apenas no momento de sua posse. Assim, uma vez declaradas tais informações no termo de posse, o administrador se desobrigava de prestar quaisquer outras informações sobre os valores de sua titularidade, ainda que ao longo de seu mandato ocorressem diversas modificações em suas posições com relação aos valores da companhia, porquanto inexistia o dever de comunicar tais alterações. A esse respeito (TOMAZETTE, 2013, p. 555-556):

> Além disso, tais informações também têm por objetivo apurar a prática do *insider trading*. Ora, a posição naturalmente privilegiada de que goza o administrador em relação às informações da sociedade torna necessária a verificação constante de sua posição (...). Nesse particular, a lei brasileira era criticada, na medida em que impunha a prestação de informações apenas na posse e condicionava sua divulgação na assembleia geral à requisição de acionistas que representem pelo menos 5% do capital social. Em atenção a tais críticas, a Lei 6.404/76 passa a impor, como obrigação para o administrador, a informação das alterações das condições acionárias dos administradores à CVM e ao mercado de valores mobiliários, garantindo-se, assim, uma maior transparência nas relações entre os administradores e a companhia e, consequentemente, facilitando a apuração da prática do *insider trading*.

A propósito do *insider trading*, Wilges Bruscato ressalta o potencial danoso da prática ao mercado e aos investidores (BRUSCATO, 2011, p. 317):

> A conduta do *insider trading*, prática de todo abusiva, decorrente do uso de informação sigilosa ou privilegiada, capaz de influenciar na quotação de valores, de posse da qual os infratores estão em razão de sua posição pessoal em relação à companhia emissora. A utilização de tais informações, ditas relevantes, é ilegítima para a movimentação de títulos mobiliários, pois configura grave desequilíbrio entre os transgressores e o público investidor, colocando aqueles em franca desvantagem sobre estes.

Por esse motivo, a Lei nº 7.913/89, a qual dispõe sobre a responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, enumera, em seu art. 1º, algumas das condutas consideradas lesivas aos investidores, dentre elas a conduta do *insider*, prevista pelo inciso II (BRASIL, 1989):

> Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:
> I — operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;
> II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;
> III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Todavia, na esfera atinente ao dever de informar, cumpre destacar não apenas o abuso de poder que advém do uso de informações privilegiadas, como também o decorrente da sonegação de informações cuja divulgação se fazia imprescindível, ou mesmo a manipulação de dados e fatos, que resulta em prestação de informações distorcidas. Tais omissões ou distorções também se inserem no âmbito das condutas lesivas, consoante previsão do inciso III. Assim, como afirma Wilges Bruscato (BRUSCATO, 2011, p. 317): "O descumprimento do dever de prestar informação (*disclosure*) de maneira completa, verdadeira e sem intenções ocultas configura prática lesiva, já prevista na Lei n. 6385/76, art. 22".

Ademais, se de um lado o administrador possui o dever de informar e de prestar contas de sua administração, de outro, compete aos acionistas fiscalizar a gestão dos negócios da sociedade (NEGRÃO, 2011, p. 468). Por conseguinte, o direito à informação que toca aos acionistas e investidores se relaciona estreitamente com seu direito de fiscalização sobre o

andamento dos negócios da companhia. Logo, caso a comunicação não se dê de forma clara e adequada, ficará comprometida a própria fiscalização sobre as atividades da companhia.

Por essa razão, caso a divulgação de informações ocorra de forma obscura ou ininteligível, configura-se a violação ao dever de informar. Nessa hipótese, de descumprimento de seu dever de informar, o administrador está sujeito a ser responsabilizado civilmente pela omissão, nos termos do § 2º do art. 158 da lei (BRASIL, 1976):

> Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:
>
> I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;
>
> II - com violação da lei ou do estatuto.
>
> (...)
>
> § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.
>
> (...)

Em decorrência, sujeita-se, o administrador, à ação de responsabilidade civil pelos prejuízos financeiros causados à companhia, mediante deliberação a ser tomada em assembleia e aprovação de ao menos 5% do capital social, conforme preceitua o art. 159:

> Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
> § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for conseqüência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária.
> § 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.
> § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.
> § 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.
> § 5° Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.
> § 6° O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

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

A despeito de o artigo acima reproduzir a exigência feita pelo § 1° do art. 157, no que se refere a fixação do mínimo de 5% do capital social para que seja aprovada a deliberação, não se reputam aplicáveis aqui as mesmas críticas feitas anteriormente àquele outro dispositivo. Considera-se que, nesse caso, há razão para o estabelecimento de um capital mínimo elevado, não apenas para que se confira maior legitimidade à aprovação do ajuizamento de ação de responsabilidade, mas também porque a não estipulação de um percentual satisfatório para esse tipo de decisão poderia dar margem a acusações temerárias e levianas.

Nada obstante, verifica-se que a legislação estabeleceu com rigor e abrangência o dever de informar entre as obrigações do administrador, cuja violação se caracteriza como fraude sujeita às penalidades previstas também na legislação penal (BRASIL, 1940):

> Fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações
>
> Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:
>
> Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.
>
> (...)

Tem-se, portanto, que o dever de informar do administrador se insere na atual sistemática de revelação ampla do estado patrimonial das companhias abertas, a qual se denomina *full disclosure*, sendo certo que tal modelo está em sintonia com a orientação adotada por diversos outros ordenamentos.

Em consequência, argumenta-se que, via de regra, a previsão de sigilo não poderia prevalecer face às atuais demandas mercadológicas, posto que estaria em descompasso com a moderna concepção acerca do tratamento de informações que deve orientar o *modus operandi* das companhias abertas. Todavia, como se verá no capítulo seguinte, há hipóteses que justificam a prevalência do sigilo sobre a divulgação, em razão do caráter estratégico que possuem determinadas informações para a companhia.

3 O *DISCLOSURE* E AS INFORMAÇÕES ESTRATÉGICAS

Como visto no capítulo anterior, o modelo de *disclosure* não implica somente em deveres para o administrador. Trata-se, sobretudo, de instrumento de proteção à companhia e aos próprios administradores contra possíveis questionamentos de responsabilidade por parte de seus acionistas e investidores. Sobre o assunto esclarece Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 2009, v.3, p. 334):

> Pelo exato cumprimento do sistema de *disclosure*, a companhia e seus administradores desvinculam-se de quaisquer perdas materiais sofridas pelos acionistas ou investidores, no que diz respeito a negócios realizados com valores emitidos pela sociedade.

Todavia, a adoção da regra de *disclosure* não pode induzir à compreensão de possuírem, os destinatários das divulgações, sejam eles acionistas, investidores ou mercado, direito de acesso irrestrito às informações da companhia. O regime deve sim ser entendido como de revelação ampla e acesso à informação, sem que se perca de vista, no entanto, que o direito à informação encontra limites quando puder afetar interesse legítimo da companhia.

A prevalecer entendimento contrário, corre-se o risco de dar azo ao abuso de direito por parte de acionistas ou investidores, acarretando danos à companhia e deflagrando-se o desvio de finalidade do instituto. Por esse motivo, o parágrafo 5º do art. 157 da Lei de S.A. veicula a possibilidade excepcional de recusa de prestação de determinadas informações, ou sua não divulgação, no que se refere a atos ou fatos relevantes quando a revelação puder colocar em risco, como dito, interesse legítimo da companhia (BRASIL, 1976):

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.
> (...)
> § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

Com efeito, a Instrução Normativa nº 358 da CVM regulamenta a hipótese da não divulgação de tais informações, ressalvando, no entanto, a obrigatoriedade da comunicação do ato ou fato relevante quando a "informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados". (BRASIL, 2002):

> Art. 6o Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.
>
> Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Incumbe, todavia, verificar que tipo de circunstância se constituiria em legítimo interesse da companhia, apto a ensejar a excepcional recusa na prestação de informações destacada no referido artigo. A esse respeito discorre Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 2009, v. 3, p. 344-345):

> Resta saber em que hipótese excepcional configurar-se-ia o legítimo interesse da companhia, que ensejasse o prevalecimento do dever de sigilo sobre o de informar. As únicas hipóteses razoáveis seriam as de informações que favorecessem os competidores ou concorrentes da companhia, com respeito às expectativas de fato e de direito. (...) Na realidade, a arguição de sigilo somente poderia ser considerada legítima nos casos de possibilidade de interferência dos concorrentes ou de tomada de posição ofensiva ou defensiva dos competidores, antes que o fato empresarial se concretizasse.

Assim, tem-se que certas informações possuem cunho estratégico para a companhia, de modo que, apesar de terem potencial para influenciar a cotação dos valores no mercado, sua divulgação poderia prejudicar os negócios sociais e favorecer a concorrência, daí justificar-se o sigilo sempre que a difusão de fatos relevantes for capaz de acarretar risco a interesse legítimo da companhia. Todavia, embora o entendimento esboçado pelo professor Carvalhosa possa parecer excessivamente restritivo, suas conclusões estão fundamentadas na sistemática da revelação ampla, segundo a qual o sigilo constitui-se em franca exceção.

Acerca de fatos ou atos relevantes que poderiam beneficiar concorrentes e estariam abarcados pelo direito de sigilo, como exceção à regra de *disclosure*, cumpre destacar a assimetria existente quanto ao dever de divulgação de informações nas sociedades anônima e limitada. Como é sabido, o dever de publicação de balanços e outros documentos da sociedade somente existe na sociedade anônima de capital aberto e nas fechadas com mais de 20 acionistas ou patrimônio líquido igual ou superior a R$1.000.000,00 (arts. 133 e 294, II da Lei 6.404/76), não estando previsto para as sociedades limitadas. Nem mesmo as sociedades limitadas consideradas de grande porte, que são aquelas com ativo total superior a R$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R$

300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), conforme disposição do art. 3º da Lei 11.638/07, possuem a obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras e outras informações que poderiam revelar a real situação negocial ou econômico-financeira da sociedade.

Isto porque é comum haver concorrência entre sociedades anônimas e limitadas que possuem o mesmo objeto social, como, por exemplo, no seguimento de varejo, destaca-se a concorrência entre Wal-Mart Brasil Ltda. e o Grupo Pão de Açúcar, cuja razão social é Companhia Brasileira de Distribuição. Ambos são gigantes e líderes de mercado, mas possuem uma concorrência no mínimo desigual tendo em vista que a Companhia Brasileira de Distribuição está submetida a um dever amplo de *disclosure* ao passo que a Walmart não.

Uma aplicação irrefletida das regras de *disclosure*, a que está submetido o Pão de Açúcar, poderia revelar informações benéficas ao concorrente Walmart, sendo que o contrário não seria possível, já que esta é uma sociedade limitada e, por conseguinte, não tem que divulgar qualquer informação sobre operações, estratégias ou condutas, consideradas pela CVM como "fato relevante", nos termos do art. 2º da Instrução Normativa Nº 358, razão pela qual se verifica a necessidade de uma melhor regulamentação do sistema de *disclosure* atualmente em vigor no País.

Logo, também sobre o direito à informação quando em conflito com interesse da companhia, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro se posicionam da seguinte forma (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 501):

> Um dos direitos essenciais do acionista é o de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, na forma prevista na lei (art.109, inciso III). Para que esse direito possa ser exercido, é imprescindível que o acionista seja devidamente informado a respeito da vida da companhia. Não se pense, entretanto, que daí decorra a prerrogativa de franco e ilimitado acesso aos livros da sociedade. (...) Assim sendo, não prevê a lei o acesso direto e indiscriminado dos acionistas aos livros da companhia, com o que, aliás, não se compadeceria o necessário sigilo empresarial. Com efeito, se assim não fosse, terceiros poderiam imiscuir-se nos pormenores da companhia, em flagrante detrimento dos interesses desta última, bastando, para tanto, adquirir no mercado um pequeno número de ações ou até mesmo uma só ação, conquistando dessa forma o direito de devassar a escrituração social. A lei estabelece, através de regras apropriadas, os pertinentes mecanismos de *disclosure* aos acionistas.

Em consequência, verifica-se que o dever de informar do administrador, o qual corresponde ao direito à informação que possui o mercado em geral, resvala em alguns limites, sobretudo quando envolver interesse justificado da companhia. Por esse mesmo motivo, argumenta-se que a aplicação do princípio de *disclosure* não pode esbarrar em negócios que envolvam a realização do objeto social da sociedade, eis que estes se encontram

protegidos pelo sigilo profissional. Nesse sentido assinala Rubens Requião (REQUIÃO, 1981, p. 180):

> A *disclosure* constitui, pois, um conjunto de regras que visam a proteger a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais. Não se refere propriamente à informação sobre os negócios inerentes à realização do objeto social da companhia, pois esses integram e são protegidos pelos princípios do sigilo profissional da empresa, mas diz respeito a tudo aquilo que possa influir na cotação dos valores mobiliários (ações, debêntures etc.) emitidos pela companhia, e que são objeto de operações do mercado.

Decorre, portanto, que o dever de informar é a regra geral a ser observada, porquanto quase sempre predomina, ao passo que o sigilo se constitui em exceção, resguardado aos casos em que a revelação puder acarretar prejuízo às atividades e a realização do objeto social da companhia, afetando negócios ainda não concluídos. Tendo isso em vista, a CVM ressalva sua competência para demandar a prestação de informações que não tenham sido divulgadas sob a alegação do art. 6º da referida instrução normativa.

Por esse motivo, conforme se depreende da leitura do artigo 7º da Instrução Normativa nº 358 da CVM (BRASIL, 2002), a Comissão poderá exigir seja divulgada informação acerca de ato ou fato relevante omitido, por iniciativa própria, quando considerar pertinente, ou após análise de pedido formulado por administradores ou por qualquer acionista, sem prejuízo da atribuição de responsabilidade aos acionistas controladores e aos administradores pela divulgação, no caso do parágrafo único do art. 6º da referida instrução.

> Art. 7o A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6o.
>
> § 1o O requerimento de que trata o caput deverá ser dirigido ao Presidente da CVM em envelope lacrado, no qual deverá constar a palavra "Confidencial".
>
> § 2o Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, determinará ao interessado, ou ao Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, que o comunique, imediatamente, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgue na forma do art. 3o desta Instrução.
>
> § 3o Na hipótese do parágrafo único do art. 6°, o requerimento de que trata o caput não eximirá os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do ato ou fato relevante.

Na prática, entretanto, não será sempre fácil verificar quando determinada informação (ato ou fato relevante) deverá ser considerada estratégica, ensejando a não

comunicação ao mercado. Não é possível saber de antemão todos os casos nos quais a divulgação afetará interesse legítimo da companhia, tornando justificável a não comunicação. Assim, é preciso analisar cautelosamente o caso concreto para se chegar a uma decisão adequada, posto que uma conclusão equivocada poderá acarretar prejuízo a interesse da companhia ou do mercado.

Por essa razão, as conjunturas que envolvam suposto interesse legítimo da companhia são motivos de intensa polêmica e, por isso, provocam frequentes discussões no âmbito judiciário.

Diante disso, e considerando a importância do sigilo de determinadas informações estratégicas, cita-se como exemplo a decisão monocrática proferida em sede de Medida Cautelar (MEDIDA CAUTELAR Nº 20.902 – RJ) da lavra do Superior Tribunal de Justiça, a qual concedeu liminar a Petrobrás Distribuidora S.A., em face do caráter sigiloso de certas informações contidas em processo administrativo que se encontrava em vias de ser periciado.

> MEDIDA CAUTELAR Nº 20.902 - RJ (2013/0118100-4)
> RELATOR: MINISTRO JOÃO OTÁVIO DE NORONHA
> DATA DA PUBLICAÇÃO: 30/04/2013
> DECISÃO
> Cuida-se de medida cautelar ajuizada por Petrobras Distribuidora S.A. com o fim de (i) destrancar recurso especial retido na origem por força da regra insculpida no art. 542, § 3º, do CPC e (ii) suspender os efeitos do acórdão impugnado. Colhe-se dos autos que os ora requeridos, titulares de ações preferenciais de companhias que formavam o Grupo Ipiranga, propuseram ação indenizatória contra Ultrapar S/A e quatro conselheiros de administração das citadas companhias por supostos prejuízos que teriam sofrido em decorrência de operação de aquisição de controle e subsequente reestruturação societária do grupo. Durante a instrução do feito, requereram a expedição de ofício à CVM para envio de cópia integral e/ou deferimento de vista, entre outros, do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ/2009/01, medida que foi autorizada pelo juízo de primeiro grau. Contra essa decisão, a Petrobras, na condição de terceira interessada, interpôs agravo de instrumento, recurso que foi parcialmente provido pela Corte estadual para "indeferir o pedido de expedição de ofício à CMV com relação ao Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/01, permitindo, entretanto, ao perito do juízo e assistentes técnicos das partes o acesso ao referido processo na própria CVM, devendo vir aos autos somente os documentos indispensáveis à elaboração do laudo, mantido o segredo de justiça deferido" (fl. 651). Aduz a requerente que o decisum em questão violou os arts. 46 da Lei n. 9.748/99, 8º, § 2º, da Lei n. 6.835/76, além dos arts. 286, 356, 360, 363, IV, 472 e 535 do CPC. Argumenta que "os fundos que propuseram a ação ordinária são investidores agressivos do mercado financeiro e acionistas da própria PETROBRAS. Se o perito tiver acesso aos documentos fornecidos pela PETROBRAS à CVM, e considerar que eles são relevantes, juntando-os aos autos da ação judicial, o sigilo de informações estratégicas da companhia será desrespeitado, favorecendo indevidamente aqueles Autores em detrimento dos demais acionistas da PETROBRAS, o que poderá

> configurar, inclusive o crime de insider trading" (fl. 15). Afirma, por fim, ser iminente a expedição de ofício à CVM, o que possibilitará ao perito e aos assistentes técnicos das partes envolvidas na demanda total acesso aos documentos sigilosos.
> É o relatório. Decido.
> Examinados os autos, constato, em sede de cognição sumária, a presença dos pressupostos justificadores da medida cautelar pleiteada, seja em razão da aparente consistência da tese deduzida no recurso especial, corroborada pelo fato de inexistir controvérsia na origem acerca do caráter sigiloso das informações contidas no processo administrativo sancionador em vias de ser periciado; seja em face do risco de irreversibilidade da medida questionada, o que poderia tornar inócua eventual decisão favorável à requerente a ser proferida no recurso especial.
> Ante o exposto, defiro a liminar para suspender os efeitos do acórdão recorrido até a definição do recurso especial interposto nos autos.

Como se vê, no caso em análise, foi reconhecido à Petrobrás o direito a não divulgação de informações consideradas estratégicas para a Companhia, o que demonstra que o dever de informação não é absoluto, na medida em que o sistema de *disclosure* atualmente em vigor se sujeita a modulações tendo em vista a necessidade de preservação da empresa, como forma de resguardar interesses legítimos da sociedade anônima.

4 CONCLUSÃO

Por todo o exposto, verifica-se que os mecanismos de *full disclosure* surgiram na Inglaterra na segunda metade do século XIX como forma de assegurar um mínimo de transparência aos acionistas e ao mercado fortalecendo o combate às fraudes. O instituto ganhou relevo nos Estados Unidos da América após a crise de 1929, pois o mercado carecia de um sistema de regulamentação eficiente, não mais subsistindo a ideia liberal de autorregulação do mercado.

Nesse sentido, o sistema de *disclosure* se mostrou como uma ferramenta eficaz para assegurar e garantir maior proteção aos interesses dos investidores e do mercado, beneficiando as companhias, bem como seus administradores, na medida em que a divulgação ampla de informações aos acionistas contribui para evitar eventual ação de responsabilização em face daqueles por danos causados aos investidores.

No caso do Brasil, a sistemática do *disclosure* surge com a Lei 6.404/76, em especial com os artigos 133 e 157, passando posteriormente por alterações legislativas que atribuíram maior abrangência ao instituto, como se pode verificar, por exemplo, pela introdução do §6º ao art. 157 da Lei de S/A, o qual trouxe a responsabilidade do administrador pela divulgação das alterações de suas próprias posições acionárias em relação à companhia e às sociedades coligadas tão logo estas ocorram.

Pelo modelo atual em vigor os administradores das companhias abertas possuem o dever de informar ao mercado e ao corpo de acionistas acerca de atos ou fatos relevantes que possam influenciar, basicamente, na decisão dos investidores em relação à aquisição ou alienação de valores mobiliários emitidos pela companhia. Neste particular, destaca-se o art. 2º da Instrução Normativa nº 358 da Comissão de Valores Mobiliários que veicula um rol exemplificativo do que pode ser entendido como ato ou fato relevante.

No entanto, a despeito do dever de revelação de atos ou fatos relevantes ser bastante amplo, conforme denotam os 22 incisos constantes do art. 2º da Instrução Normativa nº 358, não se pode olvidar que existem informações estratégicas da companhia que devem ser preservadas. Isso ocorre quando a divulgação puder afetar interesse legítimo da companhia, conforme disposição do §5º do art. 157 da Lei 6.404/76. Inobstante, persiste a indefinição em relação ao que poderia ser considerado como interesse legítimo da companhia.

A doutrina aponta como sendo interesse legítimo da companhia e, portanto, abarcado por um direito de sigilo, os fatos negociais que, se revelados, poderiam acarretar prejuízo à mesma por favorecer a concorrência, ou então, se tais fatos estiverem relacionados ao objeto da empresa, estando, assim, resguardados pelo sigilo profissional.

Ocorre que, mesmo as soluções apontadas pela doutrina não deixam claro quais informações poderiam ser ocultadas dos investidores e do mercado com vistas à proteção da companhia, razão pela qual as situações devem ser analisadas com base no caso concreto, por meio de uma atuação refletida dos magistrados, membros do Ministério Público e corpo técnico da CVM, tendo em vista os postulados de preservação da empresa e sua função social.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Código Penal. Decreto-Lei nº 2.848, de 07 de dezembro de 1940. Diário Oficial da União: Rio de Janeiro, 07 de dezembro de 1940. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm>. Acesso em 26 de março de 2015.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: Brasília, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 26 de março de 2015.

BRASIL. Lei nº 7.913, de 07 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm>. Acesso em 26 de março de 2015.

BRASIL. Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002. Disponível em: < http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins358-2002.htm>. Acesso em 26 de março de 2015.

BRUSCATO, Wilges. *Manual de direito empresarial brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2009, 4ª edição.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2009, 4ª edição.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, v.2. São Paulo: Saraiva, 2012.

GUAZZELLI, Tatiana Mello. Cédula de Crédito Bancário: Aspectos jurídicos de sua negociação e proteção aos investidores. 2013. 113f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A: pressupostos, elaboração, aplicação.* Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2, 2ª edição.

Merriam-Webster's collegiate dictionary. (10th ed.). (1993). Springfield, MA: MerriamWebster.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de direito comercial e de empresa*, v. 1. São Paulo: Saraiva, 2011, 8ª edição.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 1981.

TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. *Questões atuais envolvendo insider trading.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 12, n. 45, p.124, jul./set. 2009.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO; José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky Ltda., 1979.

TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. Regime Jurídico da Informação no Mercado de Capitais. 2006. 223f. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico). Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo: 2006.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário*, v.1. São Paulo: Atlas, 2013, 5ª edição.

YASBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.* Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007.