

**XXIV ENCONTRO NACIONAL DO  
CONPEDI - UFS**

**DIREITO EMPRESARIAL**

**DEMETRIUS NICHELE MACEI**

**MARCELO BENACCHIO**

**MARIA DE FATIMA RIBEIRO**

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 Napolini 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. Vladimir 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](http://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



# 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 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 específicas, 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

## **O PRINCÍPIO DA PUBLICIDADE E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

### **THE PRINCIPLE OF PUBLICITY AND THE ACTING OF SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION**

**Fernanda Valle Versiani**

#### **Resumo**

A Constituição Federal impõe, no seu art. 37, que todos os atos exercidos por agentes da Administração Pública, excetuados os casos previstos em Lei, devem ser amplamente divulgados. Pensando em tal princípio norteador da atividade pública e analisando a atuação dos administradores da sociedade empresária e seus sócios de forma análoga ao Estado e aos cidadãos, o presente artigo avaliará como a publicidade pode se dar no âmbito do Direito Societário e quais são as medidas que a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável pela regulação do mercado de capitais, está realizando para promover a transparência dos atos praticados pelos administradores das companhias.

**Palavras-chave:** Publicidade, Transparência, Confiança.

#### **Abstract/Resumen/Résumé**

The Federal Constitution imposes on its art. 37, that all acts performed by officers of the Public Administration, except as specified by law, should be widely disseminated. Thinking in such a guiding principle of public activity and analyzing the performance of the managers of the business company and its partners in a manner analogous to the state and citizens, this article will assess how publicity may be given in the framework of Corporate Law and what are the measures that the Securities and Exchange Commission, an agency responsible for regulating the capital market, has been working to promote transparency of the actions taken by the managers of the companies.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Publicity, Disclosure, Confidence.

## 1. INTRODUÇÃO

A atividade da Administração Pública pauta-se em diversos princípios, sendo alguns deles expressos na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/1988) como, por exemplo, o princípio da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da publicidade e da eficiência, e outros que são reconhecidos pela doutrina e pela jurisprudência como *regras de proceder da Administração*, sendo eles o princípio da supremacia do interesse público, da autotutela, da indisponibilidade, da continuidade dos serviços públicos, da segurança jurídica (proteção à confiança) e da precaução<sup>1</sup>. O presente artigo se limitará ao princípio da publicidade.

A distinção entre princípios e regras é um tema controverso que possui grande espaço para debate entre os juristas, sendo as teorias de Ronald Dworkin e Robert Alexy precursoras. Segundo Dworkin, de forma simplificada, as normas jurídicas se dividem em princípios e regras de acordo com o grau de generalidade e especialidade, sendo os princípios mais gerais se comparados às regras. Já Alexy, as divide considerando a estrutura e a forma de aplicação, pelo que as regras expressam deveres definitivos e são aplicados por meio de subsunção, enquanto os princípios são deveres *prima facie* que somente são aplicados quando sopesados com outros princípios colidentes<sup>2-3</sup>.

---

<sup>1</sup> Foi utilizada aqui a classificação de José dos Santos Carvalho Filho (2013, p. 20). Segundo ele os princípios não expressos na CRFB/1988 são denominados como *princípios reconhecidos*. Destaca-se, ainda, que para mencionado autor, os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade não podem ser classificados em nenhuma das duas categorias (*princípios expressos* ou *reconhecidos*), por considerá-los como *postulados* e não como princípios propriamente ditos.

<sup>2</sup> “Consoante à lição clássica de Robert Alexy, princípios jurídicos encerram *mandados de otimização*, no sentido de comandos normativos que apontam para uma finalidade ou estado de coisas a ser alcançado, mas que admitem concretização em graus de acordo com as circunstâncias fáticas e jurídicas. Ao contrário das regras, que são normas binárias, aplicadas segundo a lógica do ‘tudo ou nada’, os princípios têm uma dimensão de peso, sendo aplicados em maior ou menor grau, conforme juízos de ponderação formulados tendo em conta outros princípios concorrentes e eventuais limitações materiais à sua aplicação” (BINENBOJM, 2006).

<sup>3</sup> “Segundo Dworkin, um princípio é ‘um modelo (standard) que deve ser observado, não porque ele avançará ou assegurará uma situação econômica, política ou social julgada desejável, mas porque é uma exigência de justiça ou de imparcialidade (*fairness*) ou de qualquer outra dimensão da moralidade’ (Dworkin, 1978: 22). [...] Ao contrário das regras, que se aplicam de uma maneira ‘ou tudo ou nada (*in an all-or-nothing fashion*)’ (Dworkin, 1978: 24), e que portanto comportam exceções enumeráveis previamente à sua aplicação (Dworkin, 1978: 25), os princípios comportam exceções à sua aplicação que não podem ser enumeradas previamente à hipótese concreta de sua incidência (Dworkin, 1978: 25), porque qualquer outro princípio pode, abstratamente, representar uma exceção à aplicação de um princípio. Ao contrário de Alexy, o que Dworkin está dizendo é que não se trata de imaginar uma ponderação, ou seja, imaginar-se um conflito resolvido pela aplicação de um e não aplicação de outro princípio, orientada pela hierarquização dos mesmos, mas de se imaginar que os princípios são normas que se excepcionam reciprocamente nos casos concretos, vez que não podem, muitas vezes, ser contemporaneamente aplicados. É claro que um princípio só pode excepcionar a aplicação de outro quando isso for suficientemente fundamentado de um ponto de vista discursivo. Mas efetivamente os discursos de aplicação podem apresentar tal fundamentação” (GALUPPO, 1999, p. 193).

Humberto Ávila (2012, p. 78), a partir dos conceitos clássicos das normas jurídicas propostas pelos dois estudiosos mencionados, e de vários outros juristas, propõe uma definição para regras e princípios:

As regras são normas imediatamente descritivas, primariamente retrospectivas e com pretensão de decidibilidade e abrangência, para cuja aplicação se exige a avaliação da correspondência, sempre centrada na finalidade que lhes dá suporte ou nos princípios que lhes são axiologicamente sobrejacentes, entre a construção conceitual da criação normativa e a construção conceitual dos fatos.

Os princípios são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementariedade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção.

Independentemente da teoria adotada, fato é que o princípio da publicidade, insculpido no art. 37, *caput*, da CRFB/1988, é considerado norma que necessita de aplicação na maior medida possível e, portanto, conforme lição de Gustavo Binbenbojm (2006), configura mandado de otimização (princípio, e não regra)<sup>4</sup>.

Não paira dúvida de que todos os atos praticados pelos agentes da Administração Pública, excetuados os casos previstos em lei, carecem de ser amplamente divulgados aos cidadãos. O fundamento de tal norma encontra-se na necessidade de os atos realizados pelos agentes públicos poderem ser controlados por aquelas pessoas que lhes delegaram poder. Se não fosse a publicidade, ficaria prejudicada a fiscalização e a verificação de legalidade dos atos que emanam do Poder Público.

Pensando na lógica do princípio consagrado pela CRFB/1988 à Administração Pública, o presente artigo pretende avaliar como o princípio da publicidade é verificado no âmbito do Direito Privado e, mais especificamente, no Direito Societário, ramo do Direito no qual também se faz presente, e necessário, o controle<sup>5</sup>.

Assim, traçando-se um paralelo, seria possível afirmar que os administradores da sociedade empresária, assim como os agentes públicos, atuam na gestão de bens e direitos de outrem. Deste modo, os sócios, assim como os cidadãos de um Estado<sup>6</sup>, têm o direito de não

---

<sup>4</sup> “[...] dado que as atividades dos agentes públicos devem sempre ser realizadas no interesse da coletividade, a publicidade deve ser havida não apenas como a regra geral, mas como verdadeiro *mandado de otimização*, que impõe ao Estado o dever jurídico de adotar medidas progressivas de universalização do acesso das pessoas interessadas e da cidadania em geral às informações oficiais do Poder Público”. (BINENBOJM, 2006)

<sup>5</sup> Utilizamos controle aqui no sentido de monitoração, fiscalização ou exame minucioso que obedece a determinadas expectativas, normas ou convenções (Dicionário *Houaiss*).

<sup>6</sup> A analogia baseia-se no ponto comum da atividade dos agentes públicos e dos administradores das sociedades. Da mesma forma que os agentes públicos atuam na defesa dos interesses dos cidadãos que lhe delegaram poder para atuarem na esfera pública, os administradores, escolhidos pelos titulares das participações societárias, agem

permanecer alheios aos atos praticados pelos administradores (assemelhados, neste aspecto, aos agentes públicos), já que estes últimos foram designados pelos primeiros, em assembleia geral, para definir os contornos da atividade empresarial e, conseqüentemente, alcançar o fim último almejado por aqueles que se associam com um objetivo em comum: produzir lucros.

Partindo deste pressuposto, serão analisadas a extensão do mencionado princípio e as medidas que estão sendo desenvolvidas ou criadas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para efetivar sua aplicação.

## **2. PRINCÍPIO DA PUBLICIDADE (art. 37, *caput*, da CRFB/1988)**

O princípio da publicidade é um tema que, conforme apontado por Cesar Pereira Viana (2015), se tornou vulgarizado por “dois fatores históricos, complementares e concomitantes” no Brasil, quais sejam (i) o fim do regime de exceção do governo militar, que “inaugurou uma nova etapa de aprendizado democrático para a sociedade brasileira, com o fortalecimento das instâncias de participação popular e das atuações sistemáticas e pontuais dos cidadãos e da imprensa no acompanhamento da coisa pública”, e (ii) o contexto democrático, no qual os cidadãos começaram a demandar maior acesso à informação<sup>7</sup> para conhecer a “atuação do Estado e o destino eficiente de seus tributos”. Somados a esses fatores, o autor destaca, ainda, o avanço tecnológico, que encurtou as distâncias e tornou possível o acesso de forma virtual da atuação do Estado na prestação de serviços públicos.

Nos dias atuais não resta dúvida que a publicidade é um requisito inerente do Estado Democrático de Direito. Binjenbojm (2006), nessa esteira, ensina que “chega a ser um lugar comum afirmar que a democracia é o regime do poder visível, em oposição aos regimes totalitários, nos quais a regra é o segredo de Estado e o controle da informação é um dado oficial”<sup>8</sup>. Ainda, segundo ele, “a publicidade é instrumento essencial do regime democrático, a fim de que o povo possa acompanhar *pari passu* o desenvolvimento das atividades

---

em prol dos interesses dos sócios ou acionistas. Em ambos os casos pode se verificar a administração de bem de terceiro.

<sup>7</sup> Colaciona-se aqui ensinamentos de André Grünspun Pitta (2013, p. 76): “A informação é tradicionalmente reputada como um bem economicamente público pois, uma vez produzida, pode ser utilizada indeterminadamente por qualquer agente, sem parecer ou ser efetivamente consumida em decorrência do uso; e, adicionalmente, aquele que produz a informação, via de regra, não consegue impedir que outros interessados a utilizem, sendo, portanto, impossível apropriar-se, individualmente, de todo o valor decorrente do benefício de sua produção”.

<sup>8</sup> “Ao discorrer sobre a democracia e o poder invisível, Norberto Bobbio caracteriza a democracia como o ‘governo do poder público, em público’”. (BINENBOJM, 2006).

administrativas, seja para a defesa de interesses individuais (*uti singuli*), seja para a promoção de interesses públicos (*uti universi*)”<sup>9</sup>.

O direito de petição (art. 5º, XXXIV, “a” da CRFB/1988), pelo qual os indivíduos podem dirigir-se aos órgãos administrativos para formular qualquer tipo de postulação, e o direito de obtenção de certidões (art. 5º XXXIV, “b” da CRFB/1988), que, expedidas por tais órgãos, registram a verdade de fatos administrativos, são exemplos de alguns instrumentos que concretizam o princípio da publicidade (CARVALHO FILHO, 2013, p. 26). Há, ainda, o inciso XXXIII, o qual dispõe que “todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no prazo da lei, sob pena de responsabilidade, ressalvadas aquelas cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado”. Nesse sentido, a própria Constituição prevê mecanismos que podem ser utilizados quando tais direitos são afrontados, sendo eles o mandado de segurança (art. 5º, LXIX da CRFB/1988) e o *habeas data* (art. 5º, LXXII da CRFB/1988).

Como se nota, o princípio em tela está umbilicalmente atrelado ao direito de acesso à informação que, “embora nascido com o timbre de direito individual, hoje já é concebido como direito que espelha uma dimensão coletiva, no sentido de abranger todos os cidadãos” (SILVA, 2002, p. 259). Há, inclusive, previsões legais para que certas informações já estejam disponíveis ao público sem ser necessário atuar ativamente no sentido de obtê-las, como é o caso dos atos na esfera judicial e da divulgação da remuneração, incluindo subsídio e vantagens pecuniárias, dos membros do Poder Executivo. Registra-se, ainda, que o princípio da publicidade é aplicável a todas as funções do Estado (Legislativo, Judiciário e Executivo) e em todos os níveis de governo (Município, Estado, Distrito Federal e União).

Contudo, a referida publicidade, conforme se vê no inciso XXXIII do art. 5º da CRFB/1988, deve ser harmonizada com outros princípios como, por exemplo, o da proporcionalidade e razoabilidade, cabendo assim, em alguns casos, exceções, como: a proibição de divulgação de parcelas de cunho estritamente pessoal, que são protegidas pelo

---

<sup>9</sup> Destaca-se: “A informação possui uma nota distinta no Estado Democrático de Direito se comparado ao modelo liberal. Para este último é uma consequência política do exercício de certas liberdades individuais. Nos Estados democráticos, a livre discussão é um componente jurídico prévio à tomada de decisão que afeta à coletividade e é imprescindível para sua legitimação. Por isso, para Ignacio Villaverde Menéndez, no Estado democrático, a informação é credora de uma atenção particular por sua importância na participação do cidadão no controle e na crítica dos assuntos públicos. Não somente se protege a difusão, como sucedia no Estado liberal, mas também se assegura a própria informação, porque o processo de comunicação é essencial à democracia. O ordenamento jurídico no Estado democrático se assenta no princípio geral da publicidade, devendo o sigilo ser excepcional e justificado. Esse preceito é extraído com base no princípio da publicidade e do direito a ser informado do cidadão.” (LIMBERGER, 2007).

princípio da intimidade e da vida privada (art. 5º, X, da CRFB/1988), e os processos que tramitam em segredo de justiça<sup>10</sup>.

Como, regra geral, todos os atos praticados por agentes administrativos devem ser divulgados, ao instituir o princípio da publicidade como norma direcionadora do funcionamento da Administração Pública, a CRFB/1988 impôs aos agentes que nela atuam o dever de adotar comportamentos necessários à consecução do maior grau possível de difusão e conhecimento por parte dos cidadãos dos atos e informações emanados do Poder Público. Ademais, a publicidade deve ser pressuposto da transparência administrativa, visto que “[...] o trato da coisa pública não pode ser secreto, reservado ou acessível somente a determinados grupos hegemônicos” (BINENBOJM, 2006). Por isso, cabe, aqui, destacar a distinção entre a *publicidade* e a *transparência* exposta por Cesar Pereira Viana (2015):

Pode-se definir transparência da gestão como a atuação do órgão público no sentido de tornar sua conduta cotidiana, e os dados dela decorrentes, acessíveis ao público em geral. Suplanta o conceito de publicidade previsto na Constituição Federal de 1988, pois a publicidade é uma questão passiva, de se publicar determinadas informações como requisito de eficácia. A transparência vai mais além, pois se detém na garantia do acesso as informações de forma global, não somente aquelas que se deseja apresentar.

[...]

O que caracteriza a transparência é o seu aspecto proativo, ou seja, de não existir, via de regra, a necessidade do cidadão buscar informações via requerimento. Essa postura proativa traz benefícios aos governos, pois melhora o fluxo das informações gerenciais com os cidadãos, contribuindo para a eficiência da ação governamental (DARBISHIRE, 2009), fortalecendo a governança e a materialização dos direitos sociais à população.

Vê-se, então, que não se deve buscar tão somente a publicidade dos atos praticados pelos membros da Administração Pública, mas sim a sua ampla transparência (*full disclosure*), o que significa a sua disponibilização aos cidadãos sem que seja necessária a manifestação deles nesse sentido. Além disso, ressalta-se que a mera divulgação de uma informação não satisfaz plenamente a transparência. É necessário que as informações sejam acessíveis, úteis e passíveis de serem compreendidas e conferidas, havendo, pois, diversos degraus a seguir:

---

<sup>10</sup> Segundo José dos Santos Carvalho Filho (2013, p. 29), em algumas situações há um claro conflito de princípios sendo que na ponderação de valores, deve ser privilegiado o direito de sigilo e intimidade em detrimento do princípio geral da informação.

- Degrau 1 – Acessibilidade

A transparência é realizada através da capacidade de acesso. Esta capacidade é identificada através da aferição de práticas que efetivam características de portabilidade, disponibilidade e publicidade na organização.

- Degrau 2 – Usabilidade

A transparência é realizada através das facilidades de uso. Esta capacidade é identificada através da aferição de práticas que efetivam características de uniformidade, simplicidade, operabilidade, intuitividade, desempenho, adaptabilidade e amigabilidade na organização.

- Degrau 3 – Informativo

A transparência é realizada através da qualidade da informação. Esta capacidade é identificada através da aferição de práticas que efetivam características de clareza, completeza, correteza, atualidade, comparabilidade, consistência, integridade e acurácia na organização.

- Degrau 4 – Entendimento

A transparência é realizada através do entendimento. Esta capacidade é identificada através da aferição de práticas que efetivam características de concisão, compositividade, divisibilidade, detalhamento e dependência na organização.

- Degrau 5 - Auditabilidade

A transparência é realizada através da auditabilidade. Esta capacidade é identificada através da aferição de práticas que efetivam características de validade, controlabilidade, verificabilidade, rastreabilidade e explicação na organização (CAPPELLI, LEITE e ARAÚJO, 2010, p. 101).

Conclui-se, assim, que a disponibilização da informação deve preencher diversos requisitos para, de fato, atingir seu escopo, qual seja, possibilitar que os cidadãos fiscalizem, nos limites da lei, toda e qualquer atividade praticada pelos membros do Poder Público.

### **3. PRINCÍPIO DA PUBLICIDADE NO DIREITO SOCIETÁRIO E NO MERCADO DE CAPITAIS**

Alexandre Assaf Neto (2014, p. 266) conceitua mercado eficiente como “aquele em que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros ambientes”. De forma semelhante, Carlos Eduardo Vergueiro (2010, p. 207) afirma que “um mercado será eficiente se ele conseguir incorporar todas as informações em tempo rápido e se a cotação da ação realmente conseguir ser o resultado da incorporação dessa informação”. Segundo ele:

[...] o surgimento da hipótese de eficiência do mercado (ou do mercado de capitais eficiente) ocorreu com a descoberta, pelo estatístico britânico Maurice Kendall, em 1953, de que as cotações dos títulos negociados no mercado não apresentavam um ciclo regular de valores, os quais eram totalmente desconectados, quando comparados entre si. A consequência dessa conclusão é que preços passados não poderiam servir como parâmetro para a determinação de preços futuros. Outras

deveriam ser as causa das mudanças das cotações dos títulos negociados em mercado.

Verificou-se, então, que a divulgação de informação interfere na dinâmica do mercado de capitais, sendo necessário coibir qualquer intenção de formações tendenciosas de preços que visem atender interesses individuais.

A partir daí, o Direito Societário, que até então se pautava no ditado “o segredo é a alma do negócio”, viu-se diante de novos desafios, sendo um deles a necessidade de desenvolver normas no sentido de estimular a divulgação de informações consideradas relevantes aos investidores e desestimular (i) o acesso à informação privilegiada e (ii) a assimetria informacional.

Logo, de forma semelhante ao princípio da publicidade, imposto à Administração Pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entende-se hoje que os administradores das sociedades, em especial das companhias abertas, devem possibilitar que os investidores, sendo eles atuais acionistas ou não, possam ter acesso às informações que são capazes de afetar as decisões de investimento relacionadas aos títulos e valores mobiliários emitidos pela companhia. E, mais que isso, devem divulgar tais informações de maneira simultânea, transparente e equitativa, a fim de se (i) evitar grande disparidade de informações entre acionistas controladores e minoritários, (ii) melhorar o processo de formação de preço e (iii) permitir tomadas de decisões racionais por parte dos investidores.

Nessa esteira, Nelson Eizirik (2011, p. 385) ensina que “a ampla divulgação de informações (*disclosure* ou transparência) constitui, desde os primórdios do moderno direito societário, um instrumento essencial de regulação das companhias, particularmente daquelas que recorrem ao mercado de capitais<sup>11</sup> para o financiamento de suas atividades”.

Em linha com esse entendimento destaca-se o art. 157 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A), nomeado como *dever de informar*<sup>12</sup>, o qual traz em seu bojo algumas obrigações dos

---

<sup>11</sup> “[...] no mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários), são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras – principalmente sociedades anônimas abertas –, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários.” (EIZIRIK et al, 2008 p. 8).

<sup>12</sup> Importa ressaltar que ao lado do *dever de informar* há o *dever de sigilo* para garantir a isonomia do mercado: “Atenta à proteção dos investidores e do mercado como um todo, a lei das sociedades por ações impõe ao administrador o dever de sigilo, isto é, ele não pode divulgar, usar, nem permitir que terceiros utilizem informações privilegiadas de que tomou conhecimento em virtude do cargo. Por informações privilegiadas há que se entender aquelas de que o público não dispõe, que podem influir na cotação dos valores mobiliários. Tal dever existe para resguardar a lisura do mercado de capitais, garantindo que todos os investidores se mantenham em pé de igualdade, vale dizer, nenhum investidor será beneficiado pelo conhecimento antecipado de informações internas da companhia. Quando a informação for divulgada, deve ser divulgada para todo o

administradores visando a maior transparência aos acionistas das companhias e, conseqüentemente, (i) possibilitar que qualquer acionista tenha o direito de obter informações dos administradores, em especial aquelas que servirão de fundamento para o exercício do direito de voto ou para a fiscalização dos atos sociais e (ii) permitir que o acionista, ou potencial investidor, tenha ciência de todos os atos praticados por aqueles responsáveis pela gestão da sociedade e de como tais atos podem influenciar na negociação do ativo. Desse modo, “quando os administradores informam sobre a situação negocial, dão a possibilidade aos investidores de avaliar todos os dados necessários a uma inteligente apreciação sobre a oportunidade ou não de negociarem valores mobiliários por ela emitidos” (CARVALHOSA, 1997, p. 286).

Pode-se afirmar, portanto, que o *dever de informar*, insculpido no art. 157 da Lei das S.A., “dá margem à tão pretendida transparência, que não é interessante apenas para quem está fora da companhia, mas também para quem está dentro dela, já que estes últimos têm interesse na divulgação das informações para tornar os títulos atrativos no mercado” (TOMAZETTE, 2012, p. 543).

Registra-se, por fim, o art. 109 da Lei das S.A., o qual elenca os direitos essenciais dos acionistas, sendo um deles o direito à fiscalização da gestão dos negócios (inciso III).

Entende-se que através da fiscalização os acionistas podem verificar a atuação dos administradores ao longo da execução do objeto social e acompanhar as decisões que eventualmente são tomadas no sentido de proporcionar maior lucro à sociedade e, portanto, aos seus acionistas.

A própria Lei Societária, porém, determina que essa fiscalização não se dá de maneira ampla, mas tão somente nas hipóteses previstas, quais sejam: (i) acesso aos livros da companhia (art. 100, § 1º Lei das S.A.), (ii) participação na assembleia geral (art. 121 Lei das S.A.), (iii) acesso às informações financeiras (arts. 133 e 135, § 3º Lei das S.A.), (iv) acesso às informações referentes a fatos relevantes e operações realizadas pelos administradores (art. 157, §§ 1º e 4º Lei das S.A.), (v) funcionamento do conselho fiscal (art. 161 Lei das S.A.) e (vi) auditoria independente (art. 177, § 3º Lei das S.A.) (EIZIRIK, 2011, p. 589). Marcelo Barbosa explica tal restrição (LAMY FILHO; PEDREIRA (coord.), 2009, p. 319):

O direito de fiscalizar é essencial em qualquer sociedade, e a LSA estabelece regime especial, que o adapta às peculiaridades da companhia.

---

mercado, todos os investidores terão acesso às mesmas informações e farão suas escolhas à luz da mesma situação.” (TOMAZETTE, 2012, p. 541).

Em se tratando de sociedades anônimas, há que se considerar a particularidade do sistema de fiscalização criado pela lei. Enquanto, nas demais sociedades, tradicionalmente foram conferidos aos sócios poderes individuais de fiscalização praticamente irrestritos, conforme dispunha o artigo 290 do Código Comercial de 1850, a realidade das companhias não permitiu que tal regra se aplicasse. Conforme reconhecido por CARVALHO DE MENDONÇA (1963, v. II, p. 249), se fosse concedida a todos os acionistas das companhias a faculdade de fiscalizar individualmente os atos de gestão, tendo acesso a toda e qualquer informação pleiteada, a vida social estaria seriamente perturbada, com prejuízo ao atingimento dos objetivos sociais. O grande número de acionistas e a livre transferibilidade das ações tornariam o atendimento a tal prerrogativa, se fosse conferida como direito individual, de forma ampla e sem restrições, um dever a que nenhuma companhia poderia se sujeitar de forma responsável.

Não obstante, vê-se pelas hipóteses colacionadas acima que o direito de fiscalização relaciona-se com a divulgação da informação e, por isso, esta é compreendida como um pilar da normatização, regulação e autorregulação do Direito Societário e do Mercado de Capitais<sup>13</sup>. A constatação da importância das regras de divulgação de informações foi ratificada diante das práticas fraudulentas que começaram a se expandir em mercados desenvolvidos, como o norte-americano e europeu, sendo os casos mais emblemáticos relacionados à *Enron Corporation*, *WorldCom* e *Parmalat*.

A ideia de que a divulgação e transparência de todos os atos que podem interferir na escolha do investidor, bem como a ideia de fiscalização por parte dos acionistas da sociedade, hoje é disseminada e compreendida como um instrumento eficaz para se evitar prejuízos aos investidores e a ocorrência de *insider trading* (art. 155 da Lei das S.A e art. 27-D da Lei nº 6.385/1976).

Sobre o tema, importante destacar a lição de Luis Felipe Spinelli (2012, p. 126). Segundo ele “o principal tutelado, na vedação ao uso de informações privilegiadas, não é a companhia, mas sim o mercado (é este que sofre os danos de tal prática, e não aquela) e seus investidores (o comprador ou vendedor prejudicado)”, quando provados o dano e o nexo causal com a conduta ilícita.

#### **4. ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda, foi criada pela Lei nº 6.385/1976, com o objetivo de disciplinar,

---

<sup>13</sup> Nesse sentido: “Desde a consolidação do arcabouço normativo norte-americano, a regulação do mercado de valores mobiliários tem no regime de *disclosure* seu principal instrumento, sob a justificativa de que, uma vez garantida a adequada informação, os investidores estarão aptos a tomar uma decisão criteriosa e consciente a respeito de seus investimentos, ficando reduzida sua vulnerabilidade perante todos aqueles que, em situação de vantagem informacional, poderiam se beneficiar indevidamente.” (PITTA, p. 86).

fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários<sup>14</sup>. Para desempenhar as funções a ela atribuídas, mencionada lei também lhe concedeu o *poder normativo*<sup>15</sup>, através do qual ela regula os diversos agentes do mercado, e o *poder punitivo* que lhe permite aplicar penalidades a quem descumprir normas ou a quem praticar atos fraudulentos no mercado. Como agente de regulação, tais poderes são essenciais para a boa atuação da autarquia. Ademais, destaca-se, que, como entidade reguladora, a CVM objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, sendo essas condições pressupostas para o próprio desenvolvimento desse mercado.

A confiabilidade está relacionada ao princípio da publicidade e da transparência, uma vez que as informações disponíveis ao mercado permitem maior conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos a que estão expostos. Nesse sentido:

Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo se dar destaque especial ao investidor individual que, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado (CVM, 2013, a).

Salienta-se, contudo, que a atividade da CVM não se restringe apenas à edição de normas que impõem a divulgação de informação, mas, também, à verificação da sua veracidade e ao processo utilizado para sua disseminação. Isto porque um sistema de informações deficiente pode ocasionar alterações distorcidas dos preços e o acesso privilegiado a informações, ainda não divulgadas amplamente ao mercado, podem possibilitar que alguns indivíduos adquiram ganhos extraordinários em detrimento de terceiros menos informados ou não informados.

Sendo assim, através de sua estrutura técnica, a CVM procura acompanhar e analisar as informações disponibilizadas ao mercado, de maneira a verificar sua precisão e fidelidade. Nessa esteira, a CVM adotou o *Sistema de Supervisão Baseado em Risco* (SBR), o qual foi

---

<sup>14</sup> Art. 8º da Lei nº 6.385/1976: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.

<sup>15</sup> Através das instruções normativas, a CVM regulamenta as matérias expressamente previstas nas Leis nº 6.385/1976 e 6.404/1976.

determinado pelo Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução CMN nº 3.427/2006, posteriormente alterada pela Resolução CMN nº 3.513/2007. O SBR, desde então, tornou-se um instrumento essencial para fiscalizar o cumprimento às normas e verificar se os padrões definidos para o mercado estão sendo observados. De acordo com a Instrução Normativa CVM nº. 521/2007, a cada seis meses deve ser elaborado um *Relatório Semestral de Monitoramento de Riscos*. Tal documento é relevante na medida em que identifica os procedimentos que não estão sendo praticados pelos agentes do mercado e que, conseqüentemente, expõem os investidores a riscos, principalmente aqueles decorrentes da falta de informação<sup>16</sup>.

Por fim, importa ressaltar que, por meio de ofícios, a autarquia fomenta a divulgação das informações societárias de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e a aplicação de penalidades e de multas cominatórias (CVM, 2013, a).

#### **4.1. Atuação da CVM no âmbito das companhias abertas**

Como já discutido anteriormente, a prática ideal, tanto para a Administração Pública, quanto para os agentes do mercado, é a divulgação proativa de informação. No entanto, como se nota, tal prática não é abraçada por todos os agentes do mercado (e nem por todos da Administração Pública), sendo necessária a imposição de alguns deveres nos casos em que os interesses dos acionistas (ou cidadãos) possam ser lesados.

Nesse sentido, no âmbito do mercado de capitais, cita-se a Instrução Normativa CVM nº 358/2002 (ICVM nº 358/2002) que elenca, de modo exemplificativo, algumas hipóteses nas quais as companhias de capital aberto devem divulgar fato relevante, sendo que se considera *relevante*:

---

<sup>16</sup> O art. 2º da ICVM nº 521/2007 dispõe sobre as finalidades do SBR: “O Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários – SBR tem por finalidade orientar a adequada execução dos mandatos legais da CVM, estabelecidos pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a saber: I – o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; II – a eficiência e o funcionamento regular do mercado; III – a proteção dos investidores contra atos ilegais e práticas não equitativas; IV – o acesso à informação adequada pelos investidores; e V – a fiscalização dos agentes de mercado e sua punição pelas condutas irregulares que praticarem”.

[...] 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 (Art. 2º da ICVM nº 358/2002).

Sendo assim, um fato “deverá ser considerado relevante quando puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia” (CARVALHOSA, 1997, p. 294). No mesmo sentido:

O dever de um *insider* de divulgar informação ou seu dever de se abster de negociar com os valores mobiliários da companhia somente surge ‘naquelas situações que são de natureza essencialmente extraordinária e que com razoável certeza terão um efeito substancial no preço de mercado do valor mobiliário se [a situação extraordinária for] revelada’<sup>17</sup>.

Nota-se pelos ensinamentos colacionados que não são quaisquer atos praticados pelos administradores das companhias abertas que devem ser comunicados. Carecem de ser divulgados tão somente aqueles fatos que, devido à sua extensão, podem (i) influenciar a decisão de um investidor sensato (*reasonable investor*) em negociar suas ações ou outros valores mobiliários ou (ii) impactar a atividade global da companhia (FRANÇA, 2009, p. 220). E é exatamente no conteúdo da informação que os *fatos relevantes* (de caráter obrigatório) se distinguem dos *comunicados ao mercado* (de caráter facultativo). Somente nos casos em que a informação tem o potencial de afetar as cotações ou decisões de investimento, ela deverá ser tratada internamente e divulgada da maneira exigida pela ICVM nº 358/2002.

Ademais, importa ressaltar que o sistema não objetiva só a proteção dos acionistas, mas também do público investidor e da própria estrutura do mercado de capitais<sup>18</sup>, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos

---

<sup>17</sup> Aproveitamo-nos da tradução de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (2009, p. 204). No original: “An insider’s duty to disclosure information or his duty to abstain from dealing in his company’s securities arises only in ‘those situations which are essentially extraordinary in nature and which are reasonable certain to have a substantial effect on the market price of the security if [the extraordinary situations is] disclosed”.

<sup>18</sup> “Para os acionistas das companhias abertas, a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de informações privilegiadas. Ademais, permite-lhes saber quem controla ou tem participações minoritárias relevantes na companhia. Para os credores, o *disclosure* também é fundamental, uma vez que lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios. Para o mercado, a informação também é essencial, uma vez que o conhecimento da situação financeira da companhia permitirá a “precificação” dos títulos por ela emitidos” (EIZIRIK, 2011, p. 385).

administradores, do *dever de informar* o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia por eles administrada (CARVALHOSA, 1997, p. 294).

Há, além da ICVM nº 358/2002, as normas da autarquia em relação ao registro de emissores e ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. André Grünspun Pitta (2013, p. 203) explica que:

A opção por condicionar a admissão à negociação de valores mobiliários em mercados secundários e a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ao registro, respectivamente do emissor e da oferta pública perante o órgão regulador, na forma como determinado pela LMVM [Lei nº 6.385/1976] e pela LSA [Lei nº 6.404/1976]. É consequência lógica da opção regulatória que permeia a instituição de um regime informacional obrigatório em alternativa a uma regulação meritória, por parte do Estado, acerca da qualidade dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários ofertados e/ou negociados publicamente.

A implementação do regime de *disclosure* efetiva-se por meio de um sistema de registros administrados pela CVM por força do previsto na LMVM, cuja concessão possui a serventia de atestar que as informações exigidas pelo regime regulatório foram prestadas na extensão e na qualidade desejada, sem implicar, entretanto, em qualquer opinião meritória sobre os valores mobiliários em questão.

Nessa esteira, foram publicadas as Instruções Normativa CVM nº 400/2003 e nº 480/2009, que dispõem, respectivamente, sobre (i) ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e (ii) o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

#### **4.2. Modelo de regulação *twin peaks***

A discussão acerca do modelo de regulação adotado no Brasil é relevante na medida em que as instituições financeiras, em regra, são constituídas sob a forma de sociedade anônima e, portanto, reguladas pelo Banco Central (BACEN) e pela CVM. Em algumas circunstâncias, então, poderá haver dúvidas acerca da publicidade e transparência das informações relacionadas a estas instituições. Se por um lado, a divulgação de determinada informação pode gerar um risco sistêmico, por outro, ela possibilita maior conhecimento dos riscos que os acionistas e potenciais investidores estão se submetendo.

No modelo atual do Brasil cada ente regulador se responsabiliza pelos aspectos prudenciais e de condutas de seus respectivos setores de atuação, sendo a CVM responsável

no âmbito do mercado de valores mobiliários e o BACEN<sup>19</sup>, no âmbito do sistema financeiro. Contudo, alguns países, como, por exemplo, a Austrália, adotam o chamado modelo de regulação *twin peaks*, no qual dois entes reguladores centrais atuam de forma paralela, um zelando pela liquidez das instituições financeiras e pelo controle de riscos sistêmicos e o outro monitorando a conduta dos participantes do mercado. Tendo isso em vista, a doutrina tem questionado se tal modelo não seria viável para o Brasil.

Há, inclusive, quem diga que o modelo *twin peaks* já é parcialmente adotado:

[...] segundo Yazbek, o sistema brasileiro já pode ser considerado um "twin peaks" embrionário. "O Brasil chegou perto de um modelo "twin peaks", porque cada vez mais a CVM passou a regular condutas, como em derivativos, em fundos de investimento, um regulador de proteção do consumidor. E o Banco Central vestiu muito a camisa do regulador prudencial e sistêmico que é a grande vocação dele" (BRUNO, 2012).

De fato, com os acordos firmados entre a CVM e o BACEN em 2002, dá a entender que tal modelo é uma tendência a ser seguida pelo Brasil:

#### CLÁUSULA PRIMEIRA – DO OBJETO:

1.1. O Convênio tem por objeto a definição de procedimentos e prazos relativos à operacionalização técnica das seguintes medidas:

- a) manifestação prévia do Bacen a respeito de normas a serem editadas pela CVM, sempre que relacionadas às regras prudenciais aplicáveis aos mercados de derivativos, às bolsas de mercadorias e de futuros, às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e aos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior, que tenham reflexos na condução das políticas monetária, cambial e creditícia ou na atuação das instituições financeiras e demais instituições por ele autorizadas a funcionar;
- b) manifestação prévia da CVM a respeito de normas a serem editadas pelo Bacen e que tenham reflexos no mercado de valores mobiliários e na atuação das instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários;
- c) intercâmbio de informações entre a CVM e o Bacen, referentes às atividades desempenhadas nos mercados financeiro e de capitais, inclusive às operações realizadas nas bolsas de mercadorias e de futuros e em entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários;
- d) acesso recíproco a sistemas de informação administrados pela CVM e pelo Bacen; e
- e) cooperação nas ações de supervisão quando relacionadas aos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior (CVM, 2015, b).

---

<sup>19</sup> “O Banco Central do Brasil foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. É o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro”. (BACEN – Banco Central do Brasil. *O Banco Central do Brasil – Bacen*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?LAICOMPETENCIAS>> Acesso em 01 de abril de 2015).

Apesar desta constatação, frisa-se que a atuação compartilhada de competências entre o BACEN e a CVM não está prevista em lei, o que impede afirmar que o modelo de regulação brasileiro seja, de fato, o *twin peaks*, embora esta seja a tendência futura<sup>20</sup>.

## 5. CONCLUSÃO

O princípio da publicidade insculpido no art. 37, *caput*, da CRFB/1988 é aplicável à Administração Pública. Contudo, de forma semelhante, pode-se analisar no âmbito do Direito Societário a obrigatoriedade de publicação dos atos praticados pelos administradores de sociedades, em especial, de companhias abertas.

Não obstante, como princípios são entendidos como *mandados de otimização*, o princípio da publicidade não é satisfeito com qualquer exteriorização dos atos dos agentes administrativos ou dos administradores de sociedades, ainda que acessíveis a um grupo amplo de pessoas. Otimizar o grau de concretização do mencionado princípio significa a implementação de uma série de medidas destinadas ao melhor alcance possível dos seus fins, sendo que deve-se compreender como finalidade primordial deste princípio assegurar o acesso facilitado e a compreensão das informações transmitidas pelo Poder Público e pela sociedade empresária ao público alvo, quais sejam: cidadãos e investidores (considerando estes últimos não apenas os sócios, mas, também os potenciais investidores).

Assim, a obrigação de *divulgar* que emana do princípio analisado ao longo deste trabalho não deve ser encarada como mera formalidade, e sim como uma garantia de que os atos praticados serão plenamente cognoscíveis e, mais importante, controláveis.

---

<sup>20</sup> Nesse sentido, cita-se a reportagem da Revista Capital Aberto: “O Banco Central (BC) decidiu aprofundar a fiscalização da conduta dos participantes do mercado, criando um departamento exclusivamente voltado a essa tarefa. O objetivo é ter uma atuação mais preventiva e menos reativa sobre as irregularidades do mercado financeiro. O anúncio foi feito em dezembro pelo presidente Alexandre Tombini. A iniciativa vem na esteira de dois casos recentes envolvendo falhas de conduta de administradores: o do Cruzeiro do Sul e o do banco BVA. A ênfase sobre a vigília de conduta é uma tendência mundo afora. Em países como Austrália, Holanda, Canadá, Portugal e Espanha, vigora o sistema chamado “twin peaks”, em que a supervisão dos mercados financeiro e de capitais é dividida em duas frentes: um regulador zela pela liquidez e pelo controle dos riscos sistêmicos de todos os participantes; e o outro vigia somente a conduta desses agentes. No Brasil, essa divisão é feita de outra forma — o BC cuida do sistema financeiro de forma ampla, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do mercado de capitais—, mas a iniciativa recente do BC é um sinal de que um enfoque sobre a conduta do mercado é necessário. ‘Queremos fazer esse acompanhamento preventivo de forma mais sistemática a partir de agora’, observa Anthero Meirelles, diretor de fiscalização do BC”. (YOKOI, 2013)

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12ª Ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ÁVILA, Humberto Bergmann. **Teoria dos Princípios**: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 13ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2012.
- BACEN – Banco Central do Brasil. **O Banco Central do Brasil – Bacen**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?LAICOMPETENCIAS>> Acesso em 01 abril 2015.
- BINENBOJM, Gustavo. Princípio da Publicidade Administrativa e a eficácia da divulgação de atos do poder público pela internet. **Revista Brasileira de Direito Público – RBDP**, Belo Horizonte, ano 4, n. 13, p. 89 – 111, abr./jun. 2006. Disponível em <[www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdiCntd=36082](http://www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdiCntd=36082)> Acesso em 02 de abril de 2015.
- BRUNO, Luciana. CVM defende novo modelo para instituições financeiras. **Jornal Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2012. Disponível em <[www.valor.com.br/financas/2875604/cvm-defende-novo-modelo-para-instituicoes-financeiras](http://www.valor.com.br/financas/2875604/cvm-defende-novo-modelo-para-instituicoes-financeiras)> Acesso em 01 de abril de 2015.
- CAPPELLI, Cláudia. LEITE, Julio Cesar Sampaio do Prado. ARAÚJO, Renata Mendes. A importância de um modelo de estágios para avaliar transparência. **Revista do Tribunal de Contas do Município do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, nº 45, Set./2010.
- CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 26ª Ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997, v.3.
- CVM (Comissão de Valores Mobiliários). **Caderno CVM – O que é a CVM**. Disponível em <[www.cvm.gov.br/port/protiniv/Caderno1.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/Caderno1.pdf)> Acesso em 10 janeiro de 2015.
- \_\_\_\_\_. **Convênio**. Disponível em <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp)> Acesso em 10 de janeiro de 2015.
- EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v. 1.
- \_\_\_\_\_. **A Lei das S/A comentada**: artigos 121º a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v.2.
- \_\_\_\_\_. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

- GALUPPO, Marcelo Campos. Os princípios jurídicos no Estado Democrático de Direito: ensaio sobre o modo de sua aplicação. Brasília: **Revista de Informação Legislativa**. nº. 143 jul./set. 1999.
- LAMY FILHO, Alfredo (coord). PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro, 2009, v. 1.
- LIMBERGER. Têmis. Transparência Administrativa e Novas Tecnologias: o Dever de Publicidade, o Direito a ser Informado e o Princípio Democrático. **Revista de Direito Administrativo** (RDA), Belo Horizonte, ano 2007, n. 244, jan./abr. 2007 <<http://bid.editoraforum.com.br/bid/PDIexibepdf.aspx?tipoConteudo=Normal&vw=S&pdicntd=68105&idPublicacao=21>> Acesso em 04 de abril de 2015.
- PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. São Paulo: Malheiros, 2002.
- SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.
- TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial – Direito Societário**. São Paulo: Atlas, 2011, v. 1.
- VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **Acordo de Acionistas e a Governança das Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- VIANA, Cesar Pereira. **O princípio constitucional da transparência e a sua relação com o modelo de excelência em gestão pública**. Disponível em <[www.sgc.goias.gov.br/upload/arquivos/2011-06/painel\\_44-155\\_156\\_157.pdf](http://www.sgc.goias.gov.br/upload/arquivos/2011-06/painel_44-155_156_157.pdf)> Acesso em 01 de abril de 2015.
- YOKOI, Yuki. BC fortalece fiscalização da conduta dos participantes. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, fevereiro de 2013. Disponível em <[www.capitalaberto.com.br/pageflip/114/114/assets/basic-html/page8.html](http://www.capitalaberto.com.br/pageflip/114/114/assets/basic-html/page8.html)> Acesso em 05 de abril de 2014.