

Opinião: A CVM e o dever de divulgação de fatos relevantes

12/03/2021

A gradativa recuperação do índice Bovespa desde o início da pandemia foi severamente atingida pelo anúncio de troca no comando da Petrobras, realizado pelo presidente Jair Bolsonaro (sem partido) em 19 de fevereiro. A reação negativa do mercado frente à suposta interferência política no comando da companhia levou o principal índice acionário do país a cair 5% no primeiro dia útil posterior ao anúncio, menor patamar registrado desde dezembro de 2020. Na seara interna, as ações preferenciais (PN — sem direito a voto) da Petrobras caíram 19,5%, e as ordinárias (ON — com direito a voto), 19,55%. A desvalorização também atingiu as ações da empresa negociadas na Bolsa de Nova Iorque, que recuaram 20% [1].



Os números acima mencionados exemplificam, de

forma didática, o impacto que os fatos relevantes e as suas divulgações podem ocasionar no mercado e no patrimônio de detentores de ações de empresas. As consequências foram tamanhas que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através de sua gerência de acompanhamento de empresas, iniciou investigação pautada no dever de divulgação de fatos relevantes que possam afetar o valor de mercado de determinada companhia. Como o mercado acionário exerce uma influência significativa na economia brasileira, convém compreender e aprofundar o debate acerca do papel desempenhado pela CVM nessas situações.

Inicialmente, importa anotar que a CVM foi criada em 1976 em meio ao período de desaquecimento do mercado acionário brasileiro, possuindo como um de seus principais objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais no país, exercendo papel de destaque no incentivo e na promoção de investimentos nesse âmbito. Assim, considerando a correlação positiva entre o desenvolvimento desse mercado e a proteção dos investidores, sobretudo porque, sem essa proteção, não haveria incentivo às negociações nos mercados de valores imobiliários, a CVM acaba por atuar de forma a possibilitar e a intentar uma maior confiança do mercado e dos investidores e uma redução dos conflitos de agência entre os controladores e os proprietários ou entre sócios majoritários e minoritários.

Ressalta-se que a própria evolução e incorporação do conceito de governança corporativa no cotidiano societário exigiu um papel mais interventor da CVM em relação aos agentes privados do mercado de valores mobiliários, exercido principalmente através das funções fiscalizatória e punitiva da entidade. Desse modo, as regras, as condutas e as decisões tomadas pela CVM são dotadas de caráter impositivo, competindo a ela a fiscalização sobre o cumprimento forçado de suas normas pelos agentes de mercado, prática denominada *enforcement*. No Direito brasileiro, o *enforcement* exercido pela CVM no tocante às regras e às melhores práticas de divulgação de fatos relevantes advém da interseccionalidade da legislação societária e de mercado de capitais.

A Lei 6.404 de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, acolheu a *full disclosure* do Direito norte-americano como um dos pilares do sistema normativo das sociedades anônimas, materializado em diversos dispositivos, sobretudo no dever de informar fatos relevantes dos administradores da companhia presente no artigo 157, §4º, do diploma. Nesse diapasão, os fatos relevantes são os acontecimentos que independem das deliberações e dos atos gerenciais da assembleia geral e da administração da companhia e que interferem de maneira decisiva nos negócios sociais. Ademais, também estão incluídos, no conceito de fatos relevantes, os atos praticados por terceiros, lícitos ou ilícitos, que possam reverberar gravemente nos negócios da companhia e impactar o mercado de valores mobiliários [2].

Da mesma forma, a CVM também possui regramentos próprios com o propósito de promover a transparência e proporcionar aos investidores as informações necessárias para a tomada de decisões. A instrução CVM 358 de 2002 determina, em síntese, o dever de divulgação de toda a informação que possa afetar de modo relevante: 1) a precificação dos títulos mobiliários; 2) a decisão dos investidores de vender ou de comprar valores mobiliários; e 3) a decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia (artigo 2º).

Apesar de estabelecer uma série de incisos exemplificativos do que constitui um fato relevante, a CVM acabou por moldar a aplicação do conceito no transcorrer de alguns processos administrativos sancionadores (PAS). Assim, o rol supracitado não esgota as possibilidades de fatos relevantes, sendo sempre necessário analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere (PAS CVMRJ 2006/4776, J. 17.01.2007), sendo fato relevante aquele que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional, independentemente de essa alteração ocorrer, não exigindo, para sua configuração, que a informação seja definitiva ou esteja formalizada, bastando apenas que não seja especulativa (PAS CVMRJ 2006/5928, j. 17/4/2007).

Portanto, revelar oportunamente, de forma completa e imediata fatos relevantes aos investidores e ao mercado é responsabilidade que se impõe aos administradores, estando respaldado no dever de diligência disciplinado no artigo 153 da Lei de Sociedade por Ações.

Tendo em vista o impacto das consequências advindas da não comunicação de fatos relevantes no mercado e a importância atribuída a essas informações, consideradas até mesmo um dever que, se não cumprido, enseja a responsabilidade dos administradores da companhia, a CVM, através do exercício de suas competências e principalmente de suas funções fiscalizatória e

punitiva, estabelece sanções de natureza administrativa que são aplicadas visando ao cumprimento das regras e à sinalização de condutas e de práticas reprováveis no mercado.

O processo administrativo sancionador de rito ordinário perante a Comissão de Valores Mobiliários, atualmente disciplinado pela Deliberação CVM N° 538/08, é o instrumento adequado a apurar a responsabilização administrativa decorrente de violação do dever de informar. O referido processo, instaurado por meio de inquérito ou de termo de acusação (aplicável quando a superintendência responsável entender pela existência de elementos conclusivos acerca da autoria e da materialidade), permite a aplicação de penalidades de advertência ou multa, sendo a penalidade mais grave somente aplicável aos casos de reincidência ou de infração mais gravosa, conforme parágrafos 2º e 3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Há de se ressaltar a existência de uma limitação na competência da entidade autárquica na aplicação de penalidade, isso porque a CVM não dispõe de poderes para estabelecer indenizações pelos prejuízos ora causados. Tais indenizações somente poderão ser estipuladas através de celebração de termo de compromisso, instrumento incluído na Lei nº 6385/76 pela Lei nº 9.457/97 [3].

Indubitavelmente, as relações entre controladores (*insiders*) e minoritários (*outsiders*) ocasiona uma assimetria de informações, observadas até mesmo de forma natural por muitos comercialistas. Por exemplo, Salomão Calixto Filho [4] aponta que essa assimetria de informações é prévia à própria relação societária, isso porque uma simples ideia dos acionistas controladores já é uma informação privilegiada com aptidão de impactar os papéis da sociedade, haja vista o poder deles sobre a assembleia geral e sobre os demais órgãos de administração. No recente caso vivenciado pela Petrobras, o governo federal — acionista controlador — não enfrentou grandes obstáculos para aprovar a convocação de uma assembleia de acionistas para substituir o presidente da empresa, respaldando o argumento de que uma simples ideia ou vontade dos majoritários represente uma informação com aptidão de caracterizar um fato relevante.

Todavia, o mesmo autor reconhece o prejuízo dessas assimetrias no funcionamento regular do mercado de capitais e que aumento de sua presença pode suscitar uma concentração de companhias de qualidades questionáveis em nível de governança corporativa, isso porque, frente à ausência de informações e de transparência, os investidores não saberiam e não teriam embasamento eficaz para decidir entre permanecer no quadro de acionistas ou não, diferenciar uma empresa das outras, motivando o desaparecimento do mercado para as boas companhias através de um processo conhecido como "seleção adversa" [5].

Ainda que os controladores possuam poder para realizar mudanças nas companhias de capital aberto, eles não se encontram eximidos do dever de prestar informações claras, corretas e completas, sobretudo quando essas informações possuem o condão de afetar o capital de investidores, inclusive tal dever consiste uma premissa primordial de governança corporativa e de proteção de acionistas e de investidores.

Indubitavelmente, a CVM não possui poderes para, ela mesma, divulgar atos ou fatos relevantes referentes às companhias. Contudo compete à entidade autárquica determinar que se preste ou se divulgue o fato relevante, sancionar o não cumprimento dessa ordem e atuar para a

prevenção desses acontecimentos no mercado.

Nessa última competência, talvez resida uma das funções mais interessantes da CVM, a de autorregulação do mercado de capitais. Pensar que da simples disposição legislativa resultaria o cumprimento do dever de informar fato relevante é deveras ingênuo. Dessa forma, pode a CVM criar e utilizar determinados filtros positivos (*positive screening*) como instrumentos de incentivo e de promoção de boas práticas jurídicas e éticas pelas companhias submetidas ao seu controle, fomentando um ambiente de concorrência no mercado de capitais não só pautado em taxas de rentabilidade, mas também na análise da adoção de práticas de governança, de *compliance* e de proteção dos direitos dos investidores.

O dever de informar fato relevante objetiva a igualdade entre os administradores, controladores e demais acionistas, na medida em que a confiança e a consequente divulgação de informações relevantes configuram um requisito básico de segurança e até mesmo de existência e de manutenção do mercado de valores mobiliários. Dessa forma, a intervenção da CVM, através do *enforcement* de suas regras aplicáveis às companhias abertas, é instrumento fundamental para a efetividade do regime jurídico aplicado ao mercado de capitais e para a proteção de investidores, haja vista que a administração das empresas dificilmente conseguiria alcançar um resultado palatável frente aos inúmeros interesses conflitáveis em jogo.

[1] Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/02/22/petrobras-perde-bilhoes-em-valor-de-mercado-em-poucas-horas.ghtml>. Acesso em 25 de fevereiro de 2021.

[2] CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas. Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3)

[3] MOTA, Fernando de Andrade. O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta. Dissertação (mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

[4] SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade. 5ª. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

[5] SALOMÃO FILHO, Calixto, 2019, p. 289 *apud* AKERLOF, George Arthur. The Market for lemons: quality uncertainty and the Market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, 1970.

Fonte: <https://conjur.jumps.com.br/2021-mar-12/opiniao-cvm-dever-divulgacao-fatos-relevantes/>