

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

**A MATERIALIDADE DA INFORMAÇÃO COMO REQUISITO
PARA RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL E ADMINISTRATIVA DA
COMPANHIA ABERTA POR VIOLAÇÕES DO SEU DEVER DE
INFORMAR O MERCADO**

***MATERIALITY OF INFORMATION AS A CONDITION TO CIVIL
AND ADMINISTRATIVE LIABILITY OF PUBLIC CORPORATIONS
FOR BREACHES OF THE DUTY TO INFORM THE MARKET***

RICARDO VILLELA MAFRA ALVES DA SILVA

Doutorando e mestre em direito empresarial pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Linha de Pesquisa: Empresa e atividades econômicas). Mestre em direito pela UCLA School of Law. Bacharel em direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Advogado com atuação em direito societário do Vieira Rezende Advogados.

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo explorar a questão da materialidade da informação como requisito da responsabilização civil e administrativa da companhia aberta por falha do seu dever de informar o mercado. Para este fim, o trabalho expõe as bases teóricas e normativas da responsabilização da companhia aberta por divulgação de informações incorretas. Em seguida, o artigo busca definir o significado materialidade da informação e explicar os motivos pelos quais ela deve ser considerada como condição necessária para a responsabilização civil e administrativa da companhia aberta.

PALAVRAS-CHAVE: dever de informar; companhias abertas; responsabilidade civil e administrativa; materialidade da informação; mercado de valores mobiliários.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

ABSTRACT

This study aims to explore the issue of information materiality as a condition to civil and administrative liability of public corporations for breaches of their duty to inform. For this purpose, the study lays out the theoretical and normative basis for the imposition of liability on public corporations for disclosure of incorrect information. In such endeavor, the article seeks to define the meaning of information materiality and explain why it must be taken as a necessary condition to the imposition of civil and administrative liability on public corporations.

KEYWORDS: duty to disclose information; public corporations; civil and administrative liability; information materiality; capital markets.

1 INTRODUÇÃO

O presente artigo tem como objeto analisar a hipótese de que, para responsabilizar companhias abertas pela divulgação de informações imprecisas ou falsas ao mercado ou pela omissão de informações, é necessário que a informação imprecisa, falsa ou omitida seja dotada de materialidade.

Para este fim, o artigo divide-se em duas partes. Na primeira parte, o estudo examina os fundamentos legais e teóricos da responsabilidade civil e administrativa da companhia aberta pelas informações divulgadas ao mercado. A segunda parte do artigo dedica-se especificamente à questão da materialidade da informação.

O artigo buscará confirmar a hipótese de que as companhias abertas somente podem ser responsabilizadas por falhas na divulgação de informações, na seara civil e administrativa, se as informações omitidas ou divulgadas de forma imprecisa ou falsa forem materiais. Ademais, será proposto que devem ser consideradas materiais as informações consideradas relevantes por um investidor razoável e diligente na sua tomada de decisão quanto aos valores mobiliários da companhia aberta que realizou a divulgação, podendo-se adotar como filtro alternativo para aferir materialidade as eventuais oscilações anormais na cotação dos valores mobiliários.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

O estudo adotou método dedutivo e se baseou principalmente em revisão de literatura, com recurso a algumas decisões judiciais estrangeiras e decisões administrativas da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

2 A INSTRUMENTALIDADE DA INFORMAÇÃO PARA A FORMAÇÃO DOS PREÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS NEGOCIADOS NO MERCADO

A informação possui destacada importância no funcionamento do mercado de valores mobiliários, pois é a partir dela que investidores tomam decisões acerca da melhor alocação de seu capital. As decisões de investimento de investidores em um mercado competitivo e com acesso disperso a informações permitem que valores mobiliários em negociação sejam precificados com base em seu valor intrínseco¹. Por este motivo, as companhias abertas devem assegurar que as informações divulgadas ao público investidor sejam corretas, claras e precisas.

O direito brasileiro adotou o regime de divulgação obrigatória de informações pelas companhias abertas como a principal forma de tutelar a confiança dos investidores nos mecanismos de troca² e protegê-los de abusos no uso de informações privilegiadas por *corporate insiders*³.

Neste sentido, a Lei nº 6.385/1976 atribuiu à CVM e ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”) poderes para (i) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, (iii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos

¹ Segundo a hipótese do mercado relevante, o principal objetivo do mercado de capitais seria de promover a alocação adequada do capital e, para que esta finalidade fosse alcançada, o preço dos ativos em negociação deve dar indicações seguras acerca da alocação de recursos e deve refletir inteiramente as informações públicas a respeito do ativo negociado. Neste sentido, investidores utilizariam informações públicas para precificar os valores mobiliários em linha com o seu valor intrínseco. Cf. FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Nova Iorque, vol. 25, p. 383-417, 1969. p. 383.

² PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 193-194.

³ BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>. Acesso em 26 de junho de 2019. p. 5.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

mercados de bolsa e balcão, (iv) proteger investidores contra emissões irregulares, atos ilegais de administradores e acionistas de companhias abertas e uso de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado, (v) evitar modalidades de fraudes e manipulação de mercado, (vi) assegurar o acesso do público investidor a informações sobre emissores de valores mobiliários, (vii) assegurar a observância de práticas equitativas no mercado⁴.

De forma mais específica, a Lei nº 6.385/1976 determinou a divulgação de informações como requisito do registro de ofertas públicas (artigo 19, §5º, II, e §6º) e do registro de companhia aberta (artigo 21, §6º, II, e artigo 22, §1º, I).

A Lei nº 6.386/1976, assim como a Lei nº 4.728/1965, que a antecedeu, parece ter buscado inspiração no modelo norte-americano de regulamentação do mercado de valores mobiliários⁵. No entanto, ao contrário da legislação norte-americana, a Lei nº 6.385/1976 não dispôs sobre a responsabilidade civil da companhia aberta por eventuais falhas na divulgação de informações.

Nos Estados Unidos da América, a legislação impôs às companhias abertas a obrigação de divulgar informações ao mercado e estabeleceu a responsabilidade civil por emissões fraudulentas e divulgação de informações enganosas. Há duas leis principais que regem o mercado de valores mobiliários norte-americano: a Lei de Títulos de 1933 (*Securities Act of 1933*) endereça o mercado primário e exige a divulgação de informações em emissões de valores mobiliários, enquanto a Lei de Bolsas de 1934 (*Securities Exchange Act*) trata do mercado secundário, ao qual “estendeu o princípio do *full and fair disclosure*”⁶. Ambos os diplomas possuem dispositivos que buscam reprimir ilícitos na oferta e negociação de valores mobiliários, proibindo operações realizadas com fornecimento de informações enganosas, sem o

⁴ Vide artigo 4º da Lei nº 6.385/1976.

⁵ “A inspiração de todas as mudanças na arquitetura das bolsas e a criação do Sistema de Distribuição do Mercado de Capitais foi extraída de instituições norte-americanas. Nada mais lógico, pois os Estados Unidos contavam com as bolsas mais desenvolvidas e uma cadeia de intermediários que exercia plena e satisfatoriamente a tarefa de originar e promover a colocação dos títulos emitidos pelas empresas americanas. Com isso, o Brasil abandonava a influência francesa que comandara a legislação bursátil desde os 1890” (CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014. p. 186).

⁶ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982. p. 94.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

devido registro ou mediante manipulação do mercado, além de proibir negociações com informações relevantes não reveladas ao público investidor⁷. O sistema regulatório norte-americano, portanto, é fundado na obrigatoriedade de divulgação de informações ao mercado por emissores de valores mobiliários negociados publicamente e na repressão de condutas ilícitas na negociação destes títulos⁸.

A Lei nº 6.385/1976 não teve o mesmo cuidado com relação à responsabilidade civil dos emissores por eventuais falhas na divulgação de informações. A única menção específica à divulgação de informações inadequada pode ser encontrada no artigo 20, II, da Lei nº 6.385/1976, que confere à CVM o poder de suspender emissões públicas de valores mobiliários realizadas “em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas”. A Lei nº 4.728/1965 tampouco abordou a questão, prevendo apenas em seu artigo 21, §3º, “a”, que o Banco Central do Brasil poderia suspender ou proibir ofertas públicas de valores mobiliários que estivessem sendo realizadas “em condições diversas das constantes do registro da emissão, ou com a divulgação de informações falsas ou manifestamente tendenciosas ou imprecisas”.

Na seara administrativa, as regulamentações da Lei nº 4.728/1965 e da Lei nº 6.385/1976 buscaram preencher esta lacuna.

A Resolução CMN nº 39/1966, eivada de notáveis deficiências técnicas⁹, impôs a proibição de veiculação de informações enganosas aos membros das bolsas¹⁰ (corretores de valores mobiliários), e não às próprias companhias, sujeitando-

⁷ Ibidem. p. 116-120.

⁸ PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 288.

⁹ “A Resolução n. 39 do Conselho Monetário Nacional, de outubro de 1966, que regulamentou as bolsas de valores e as sociedades corretoras foi gestada por um funcionário do Banco Central, especialista na burocracia de registro de capitais estrangeiros. E seus eventuais auxiliares eram oriundos dos quadros do Banco do Brasil, em que não havia especialistas em mercado de capitais. Os resultados das inovações da Lei n. 4.728/65 e sua regulamentação não foram brilhantes e em uma década seria necessária a realização de outra rodada de reformas, pela criação da Comissão de Valores Mobiliários e de uma nova Lei das Sociedades Anônimas” (CARVALHO, Ney. Op. cit. p. 198).

¹⁰ “Art. 93. Aos Membros das Bolsas de Valores, bem como às demais instituições financeiras que operam no mercado de capitais, é vedado: [...] II - divulgar informações falsas, manifestamente tendenciosas ou imprecisas, a fim de incrementar a venda ou influir no curso dos títulos ou valores mobiliários”

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

os à aplicação de penalidades pela bolsa de valores¹¹. A Resolução CMN nº 88/1968, que dispôs sobre o registro de emissores para colocar seus valores mobiliários no mercado, tratou de atribuir a obrigação de divulgar certas informações diretamente aos emissores, determinando a recusa ou cancelamento do registro no caso de fornecimento de informações inexatas ou falsas (Item X do Regulamento anexo à Resolução nº 88/1968).

A normas emitidas pela sob a égide da Lei nº 6.385/1976 foram mais racionais e precisas.

A Instrução CVM nº 8/1979 deu o primeiro passo em direção à responsabilização administrativa de companhias abertas por falhas na divulgação de informações. Esta norma impôs aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a proibição das práticas de “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas”¹². Na medida em que a informação imprecisa ou falsa pudesse levar a distorções na cotação de valores mobiliários ou criar situações de desigualdade entre investidores, a Instrução nº 8/1979 poderia ser utilizada para penalizar a divulgação defeituosa.

A Instrução CVM nº 13/1980, que dispôs acerca de subscrição pública de ações, tratou de forma mais específica da divulgação de informações ao determinar, em seu artigo 14, que “[o]s administradores da companhia emissora são responsáveis pela veracidade das informações encaminhadas à CVM, através do líder da distribuição, por ocasião do registro”. O parágrafo primeiro deste mesmo dispositivo impôs obrigação de meio ao intermediário da oferta, atribuindo-lhe a tarefa de empregar esforços na verificação das informações contidas nos documentos de registro:

¹¹ “Art. 107. Serão igualmente passíveis das penalidades previstas no art. 104, aplicáveis pela Bolsa de Valores responsável, mediante proposta de seu Conselho de Administração, ou diretamente pelo Banco Central, os infratores da Seção IV do Capítulo III, deste Regulamento [referente à manipulação de preços], bem como os Membros das Bolsas e Administradores das Caixas de Liquidação que, por omissão voluntária ou dolo, pratiquem as faltas ali capituladas”.

¹² Item I da Instrução CVM nº 8/1979. O item II desta norma trata de definir as práticas vedadas.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

Art. 14. [...] §1º Ao líder da distribuição cabe desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações, fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, e necessárias a uma tomada de decisão por parte de investidores, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do parecer sobre a viabilidade econômico-financeira do empreendimento (art. 10, § 1º, que venham a integrar o prospecto da emissão).

O texto do artigo 14, §1º, da Instrução CVM nº 13/1980 indica de forma clara que as informações divulgadas a investidores durante todo o prazo de distribuição das ações no mercado deveriam ser suficientes, de qualidade e necessárias a uma tomada de decisão por parte dos investidores.

A Instrução CVM nº 88/1988, que tratou das ofertas secundárias, seguiu a tendência do regramento das ofertas primárias e impôs ao ofertante, em seu artigo 24, a responsabilidade “pela veracidade e consistência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante o prazo de distribuição”. O parágrafo único do mesmo dispositivo, a exemplo do artigo 14, §1º, da Instrução CVM nº 13/1980, determinou que o intermediário da oferta deveria “desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações prestadas por ocasião do registro na CVM”.

A Instrução CVM nº 400/2003, que atualmente rege as ofertas primárias e secundárias no mercado primário, endereça a necessidade de informação em diversos dispositivos. Em seu artigo 38, determina que o prospecto da oferta deve conter “informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”. O artigo 41, por sua vez, determina que o ofertante e a instituição líder suspendam a oferta no caso de se constatar que o prospecto contém deficiência informacional “que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento”.

O artigo 56, por sua vez, é categórico: “O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”. O artigo 56, §1º, da Instrução CVM nº 400/2003, a exemplo das normas que a antecederam, impõe ao intermediário a obrigação de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

diligência para garantir a veracidade e suficiência das informações prestadas pelo ofertante ao mercado. É interessante notar que, enquanto as Instruções CVM nº 13/1980 e nº 88/1988 optaram por responsabilizar os administradores pela falha na divulgação de informações, a Instrução CVM nº 400/2003 preferiu voltar o seu foco para o próprio ofertante.

Quanto ao mercado secundário, a Instrução CVM nº 202/1993, que consolidou normas referentes às informações eventuais e periódicas prestadas pelas companhias abertas, não dispôs especificamente sobre a divulgação defeituosa. No entanto, a Instrução CVM nº 480/2009, que a sucedeu, classificou como infração grave, para fins do artigo 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976, “a divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro” (artigo 60, I). Não obstante, os artigos 14 a 19 da Instrução CVM nº 480/2009 endereçam metodicamente a forma e o conteúdo das informações a serem divulgadas ao mercado, de modo que o desvio destas determinações ensejará responsabilização administrativa da companhia aberta.

Percebe-se, portanto, que a responsabilidade da companhia aberta (e seus administradores) pelas informações prestadas ao mercado foi devidamente endereçada na seara administrativa pelas normas que regulamentam a Lei nº 6.385/1976, embora a lei tenha sido silente com relação à responsabilidade civil. Acredita-se que o silêncio não tenha sido proposital, de modo a afastar a responsabilidade civil, sendo necessário preencher o vazio legislativo com as regras gerais da Lei nº 10.406/2002 (“Código Civil”), especificamente os artigos 186 e 927, *caput*.

Não faria sentido que o legislador impusesse obrigações de *disclosure* às companhias abertas e não as responsabilizasse civilmente por eventuais desvios. A repressão contra ilícitos é benéfica ao mercado, pois reduz o custo de bons emissores, ao mesmo tempo que aumenta os custos de se ofertar valores mobiliários de baixa qualidade¹³. Se não houvesse imposição de responsabilidade civil às companhias

¹³ “The penalty against fraud makes it more costly for low-quality firms to mimic high-quality ones by making false disclosures. An antifraud rule imposes low or no costs on the honest, high-quality firm. Thus it makes it possible for high-quality firms to offer warranties at lower cost. The informational warranty, if enforced, makes it unnecessary for buyers to verify information or for sellers to undertake

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

abertas pelas informações divulgadas ao mercado, caberia ao investidor checar todas as informações nele contidas, o que prejudicaria o funcionamento eficiente do mercado¹⁴. A responsabilidade civil pode reforçar a repressão administrativa, aumentando a dissuasão a ilícitos¹⁵.

No entanto, a dissuasão promovida pela responsabilização civil das companhias abertas por eventuais falhas de divulgação não pode ser excessiva. Se, por um lado, a ausência de um sistema de responsabilidade iguala os custos regulatórios de emissores bons e ruins, gerando resultado indesejável do ponto de vista de uma política pública eficaz, a dissuasão excessiva também promove a igualdade de custos entre agentes honestos e desonestos, pois todos acabam se tornando alvo da repressão civil e administrativa¹⁶.

expensive certification. The expenses of offering high-quality securities go down, while the expenses of passing off low-quality securities rise" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 283).

¹⁴ "Sem a imposição de responsabilidade civil pela divulgação de tais informações, o investidor teria o ônus de investigar e controlar a exatidão das informações do prospecto. Alternativamente, o investidor poderia optar, no limite, entre confiar, sem qualquer garantia, nas informações ali explicitadas ou desistir de realizar o investimento. Nenhuma dessas alternativas é desejável, em termos de funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. Daí por que se diz que, ao lado da correção da assimetria de informacional entre o emissor e o investidor, a imputação de responsabilidade pelo conteúdo do prospecto também tem a função de proporcionar confiabilidade às informações ali contidas" (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 231-232).

¹⁵ "Trata-se da aplicação da filosofia do "cidadão-Ministério Público", pela qual busca-se prover inúmeros incentivos à proposição de ações de responsabilidade civil, as quais são visualizadas não apenas como instrumento de recomposição de prejuízos, mas também como fator de prevenção de condutas ilegais" (EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984. p. 49). A mesma filosofia do "cidadão Ministério Público" é adotada nos Estados Unidos. Neste sentido: "Essa função social da responsabilidade civil se evidencia, com especial destaque, na atuação dos litigantes privados no domínio do mercado de capitais norte-americanos, consubstanciando a sanção civil instrumento repressivo de importância fundamental na polícia desse segmento da economia nacional, sendo inclusive estimulada pelo SEC que, em face da dimensão do mercado naquele país, não pode dispensar esse apoio dos particulares, na repressão à violação de normas compendiadas na lei" (LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e "insider trading"**... p. 126).

¹⁶ "Overenforcement is similar to indiscriminating enforcement. For any offense, there is an optimal level of enforcement at which the costs of expending an additional enforcement dollar just equal the gains from reducing the incidence of the offenses. The optimal level of enforcement allows some violations to occur, because the costs of stamping out these violations exceed the costs of the violations themselves. Excessive penalties for fraud – especially if these penalties are available in actions brought by private plaintiffs – can lead both to overenforcement and to excessive deterrence of truthful statements" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 284-285).

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

A responsabilização das companhias abertas pelas informações divulgadas ao mercado, portanto, deve obedecer a parâmetros que garantam a dissuasão ótima de ilícitos, evitando a dissuasão efetiva. O primeiro destes parâmetros diz respeito ao caráter subjetivo da responsabilidade, sendo necessário provar a culpa ou dolo da companhia aberta para responsabilizá-la pela divulgação das informações imprecisas ou falsas ao mercado, tanto na seara administrativa, quanto na civil. Apesar de haver opiniões no sentido de que esta responsabilidade deve ser objetiva¹⁷, deve-se reconhecer que o mais adequado, tanto do ponto de vista dogmático, como do ponto de vista de um regime de responsabilidade que garanta a dissuasão ótima de ilícitos, é acatar a regra da responsabilidade com culpa. A melhor interpretação da Lei nº 6.385/1976 (conjugada com o Código Civil) indica este entendimento¹⁸, assim como parece ser esta a posição da CVM¹⁹.

Assim, para que a companhia aberta seja responsabilizada (administrativa ou civilmente) pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado, é necessário que se demonstre conduta culposa imputável à companhia aberta, dano sofrido pelos investidores e nexo de causalidade entre a conduta culposa e o dano. Não obstante, acredita-se que é necessário haver um requisito adicional: para que haja responsabilização administrativa ou civil, é preciso que a informação divulgada de forma incorreta seja material, de modo que efetivamente possa afetar a decisão do investidor. As razões para que a materialidade da informação seja considerada requisito da responsabilização da companhia aberta por falhas de divulgação serão exploradas no tópico a seguir.

¹⁷ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 31-35.

¹⁸ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 408-412. No mesmo sentido, ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 246.

¹⁹ No processo administrativo sancionador no RJ2015/10276, a CVM entendeu por bem absolver companhia, intermediário e seus administradores por informações alegadamente falsas contidas em prospectos em função da diligência empregada na verificação das informações antes de sua divulgação. Ao analisar a diligência dos acusados, a CVM deixa claro que a responsabilidade é subjetiva. Vide SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. esp., p. 107-126, 2018. p. 123-125.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

3 A MATERIALIDADE DA INFORMAÇÃO PARA FINS DE RESPONSABILIZAÇÃO DA COMPANHIA ABERTA

Na legislação norte-americana, que, como já se viu, serviu de inspiração para a Lei nº 6.385/1976, o conceito de *material fact* é núcleo central da Rule 10b-5 da SEC²⁰. O conceito é de importância fundamental em toda a regulamentação do mercado norte-americano, sendo a pedra fundamental do sistema de *disclosure* estabelecido pelas leis federais norte-americanas que regem o mercado de valores mobiliários²¹. O conceito serve a diferentes propósitos, operando como critério de inclusão ou exclusão de informações em documentos de divulgação e como padrão para determinar se uma comunicação ao mercado omitiu ou foi inadequada com relação a fatos de suficiente significância a ponto de gerar consequências jurídicas²². Além disso, a materialidade da informação também é conceito utilizado para impor a proibição de realizar transações em que as partes negociantes se encontrem em situação de desigualdade informacional²³. Assim, a materialidade da informação “se coloca como ponto fulcral da informação desde o registro inicial da companhia e de ofertas até a prática de *insider trading*, passando pela disciplina da solicitação de procurações”²⁴.

Não obstante a importância do conceito de materialidade na legislação norte-americana, o seu significado não foi dado pelo legislador. Coube aos tribunais preencher o conceito de materialidade, o que foi feito nos casos *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, *Basic, Inc. v. Levinson*²⁵ e *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*

De forma resumida, a Suprema Corte norte-americana decidiu em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* que “não seria suficiente a mera possibilidade de o fato ser considerado importante”, sendo necessário “haver substancial probabilidade de o investidor considerar aquela informação ao decidir como votar [...] ainda que não

²⁰ MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015. p. 104.

²¹ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 320.

²² Ibidem. p. 320.

²³ Ibidem. p. 321.

²⁴ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 105.

²⁵ Ibidem. p. 105-107.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

necessariamente para alterar o sentido de seu voto”²⁶. Em *Basic Inc. v. Levinson*, este mesmo conceito foi reforçado²⁷. Em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, a Corte de Apelações analisou o momento a partir do qual a informação passa a adquirir materialidade. Pela importância destes casos, vale analisá-los de forma mais detalhada.

Em *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*²⁸, a Suprema Corte norte-americana analisou a alegação da *Northway, Inc.*, acionista de *TSC Industries, Inc.*, de que as informações fornecidas em pedido público de procuração para aprovação de uma aquisição societária eram incompletas e materialmente incorretas.

Neste caso, a Suprema Corte decidiu que o conceito de materialidade deve ser objetivo, de modo a se determinar se o fato poderia afetar a decisão de um investidor razoável, e não qualquer investidor considerado individualmente²⁹. Assim, afastou-se critérios que pudessem estabelecer o conceito de materialidade a partir de sua importância para cada investidor considerado individualmente. O tribunal deixou claro, no entanto, que a materialidade não poderia ser estabelecida a partir de um padrão muito baixo, pois isso causaria uma reação defensiva das companhias, que passaria a divulgar até informações triviais³⁰. A Suprema Corte estabelece então que um fato será material se houver substancial probabilidade de que um investidor razoável o considere para tomar uma decisão³¹. Assim, neste caso, estabeleceu-se

²⁶ *Ibidem*. p. 106.

²⁷ *Ibidem*. p. 107.

²⁸ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438 (1976).

²⁹ “The question of materiality, it is universally agreed, is an objective one, involving the significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor. Variations in the formulation of a general test of materiality occur in the articulation of just how significant a fact must be or, put another way, how certain it must be that the fact would affect a reasonable investor’s judgment”. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 445 (1976).

³⁰ “The potential liability for a Rule 14a-9 violation can be great indeed, and if the standard of materiality is unnecessarily low, not only may the corporation and its management be subjected to liability for insignificant omissions or misstatements, but also management’s fear of exposing itself to substantial liability may cause it simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information -- a result that is hardly conducive to informed decisionmaking. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 448-449 (1976).

³¹ “[A]n omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. [...] It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

que a materialidade da informação deve ser definida de forma objetiva, a partir do padrão do investidor razoável.

Em *Basic, Inc. v. Levinson*³², a Suprema Corte norte-americana decidiu que: (i) os investidores podem valer-se da presunção de que tomaram suas decisões na negociação de valores mobiliários com base nas informações divulgadas pelo seu emissor, a partir da permissão de que o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações públicas a seu respeito; e (ii) a Rule 10b-5 exige que, para responsabilização da companhia, a informação incorreta divulgada ao mercado deve se relacionar a um fato material.

Sobre materialidade, a Suprema Corte esclareceu que não é suficiente que o autor de uma demanda de indenização contra o emissor prove a existência de imprecisão ou enganiosidade nas informações divulgadas ao mercado, devendo também demonstrar que estas informações relacionavam-se a fatos materiais³³. A Suprema Corte aplicou em *Basic* a teoria da fraude ao mercado, no sentido de que a divulgação de informações ao mercado causa fraude a investidores, pois estas informações são incorporadas ao preço do ativo negociado³⁴. Se a informação é enganosa (*misleading*) e refere-se a fato material, a Suprema Corte entendeu ser possível presumir (de forma relativa) que o investidor tomou a sua decisão com base na informação incorreta divulgada³⁵.

A materialidade da informação também foi objeto de comentado caso de insider trading, o *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*³⁶, no qual foram analisadas

been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available". TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 449 (1976).

³² *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

³³ "[I]n order to prevail on a Rule 10b-5 claim, a plaintiff must show that the statements were misleading as to a material fact. It is not enough that a statement is false or incomplete, if the misrepresented fact is otherwise insignificant". *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 238 (1988).

³⁴ "The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. [...] The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations". *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 241-242 (1988).

³⁵ "An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action". *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 247 (1988).

³⁶ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968).

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

alegações de que diretores da companhia negociaram seus valores mobiliários em posse de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado a respeito do progresso de atividades de exploração de minérios, e de que a companhia teria divulgado informações enganosas. O grande debate do caso girava em torno da materialidade de informações sobre o potencial comercial de jazidas de minérios.

O juízo de primeira instância da Southern District of New York decidiu que não teria havido ilegalidade, já que as informações sobre as atividades de exploração ainda não eram materiais quando as negociações ocorreram e que as informações divulgadas não eram enganosas com base nos fatos então conhecidos.

Não obstante, os fatos do caso indicavam que os próprios administradores da Texas Gulf Sulphur Co. ("TGS") atribuíam relevância às informações sobre as reservas de minério em exploração.

De 1959 a 1963, a TGS conduziu atividades exploratórias em busca de recursos minerais em determinado terreno, com resultados bastante promissores. Em novembro de 1963, quando análises indicaram alta probabilidade de que o terreno explorado contivesse minério, pessoas vinculadas à TGS adquiriram ações e opções da companhia, muito embora os resultados das atividades de exploração ainda estivessem em sigilo. Em fevereiro de 1964, a TGS emitiu opções de compras a seus diretores, sendo que os diretores não informaram ao Conselho de Administração e ao Comitê de Plano de Opções de Compras acerca das possíveis descobertas de minério. A partir de abril de 1964, quando novas perfurações foram feitas para continuar a exploração do terreno pela TGS, rumores sobre a possível descoberta de uma jazida de minério pela companhia começaram a circular pelo mercado. Ainda no mês de abril, no dia 12, o Vice-Presidente executivo da companhia emitiu comunicado ao mercado, alegando que os rumores sobre a descoberta de jazida de minério eram exagerados e que os resultados das atividades de exploração ainda não eram conclusivos quanto à existência de minérios. No entanto, em 16 de abril, apenas quatro dias depois, a TGS anunciou a descoberta de uma significativa jazida de minérios.

Ao analisar o caso, a Corte de Apelações decidiu que a materialidade de informações prospectivas depende da avaliação de probabilidade de concretização

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

do fato e a esperada magnitude do evento com relação à atividade da companhia como um todo³⁷. Ao notar que os próprios *insiders* atribuíram importância à informação não divulgada tempestivamente pela TGS, o tribunal estabeleceu que a informação considerada relevante por *insiders* provavelmente seria encarada da mesma forma por *outsiders*³⁸.

A essência da Rule 10b-5 seria sujeitar todos os investidores (*insiders* e *outsiders*) aos mesmos riscos de mercado. Ao não revelar informações relevantes ao mercado, as pessoas relacionadas à TGS criaram uma situação de assimetria indevida.

A conjugação destes três *leading cases*, TSC Industries, Basic e TGS, demonstra que a materialidade da informação é requisito essencial da responsabilização de companhias abertas por falhas na divulgação sob as leis e regras que regem o mercado de valores mobiliários norte-americano. Ademais, segundo todos estes casos, a materialidade deve ser auferida de forma objetiva, tomando-se com referência a perspectiva de um investidor razoável.

A legislação brasileira não foi clara ao estabelecer a materialidade da informação como requisito da responsabilização de emissores por eventuais falhas de divulgação. No entanto, conceitos análogos à materialidade foram adotados com relação à obrigação de informar. Neste sentido, a Lei nº 6.404/1976 utiliza o conceito de relevância ao proibir a negociação com informação relevante não divulgada ao mercado (artigo 155, §4º) e ao obrigar o administrador a divulgar fatos relevantes referentes aos negócios da companhia aberta (artigo 157, §4º). O sistema de divulgação obrigatória disposto pela Lei nº 6.385/1976 não estabeleceu expressamente a relevância ou materialidade da informação como elemento da obrigação de *disclosure*. No entanto, a exposição de motivos da lei deixa claro que um dos objetivos do registro das companhias abertas é “evitar a utilização abusiva de

³⁷ “In each case, then, whether facts are material within Rule 10b-5 when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable thereof will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity”.

³⁸ “No reason appears why outside investors, perhaps better acquainted with speculative modes of investment and with, in many cases, perhaps more capital at their disposal for intelligent speculation, would have been less influenced, and would not have been similarly motivated to invest if they had known what the insider investors knew about the K-55-1 discovery”.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos”³⁹. Ao determinar que o regime de *disclosure* teria como um de seus objetivos evitar o abuso no uso de informações privilegiadas, o legislador deixou clara a sua preocupação com o acesso de investidores a informações relevantes. Da mesma forma, o fornecimento de informações no registro de emissões públicas teria como finalidade “obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos”⁴⁰.

Percebe-se, portanto, que as principais preocupações do legislador brasileiro tinham relação direta com: (a) a garantia de suficiência de informações disponíveis para a correta precificação de ativos por investidores (isto é, tomada de decisão informada); e (b) o combate a eventuais práticas não equitativas viabilizadas pelo acesso assimétrico de pessoas relacionadas à companhia (*insiders*) e investidores (*outsiders*) a informações relevantes sobre a companhia aberta. A materialidade da informação é subjacente a estas duas preocupações.

A interpretação sistemática das regras de *disclosure* dispostas na Lei nº 6.385/1976 e complementadas pelas regras da Lei nº 6.404/1976 leva à conclusão de que a materialidade da informação deve ser encarada como requisito essencial da responsabilização civil e administrativa da companhia aberta por falhas de divulgação, a exemplo do que acontece nos Estados Unidos.

Neste sentido, discorrendo especificamente sobre a responsabilidade civil, Viviane Muller Prado afirma⁴¹:

Além de demonstrar a não veracidade de informação, omissão ou outras falhas informacionais, é preciso mostrar que a informação é relevante, isto é, capaz de ter impacto nas decisões de investimento ou na cotação dos valores

³⁹ BRASIL. Op. cit. p. 5.

⁴⁰ Ibidem. p. 4.

⁴¹ PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 395-396.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

mobiliários. Diante da grande quantidade de informações divulgadas ao mercado, em bases periódicas ou esporádicas, a relevância de determinada informação ou de um conjunto de informações dependerá da análise no caso concreto e da movimentação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a informação e a movimentação do mercado.

É possível afirmar, assim, que o direito brasileiro exige, a exemplo do direito norte-americano, que a informação divulgada ao mercado de forma incorreta seja material, de modo a permitir a responsabilização civil e administrativa da companhia aberta. No entanto, deve-se estabelecer o que significa, no direito brasileiro, o conceito de materialidade.

Aline de Menezes Santos Aragão afirma que a materialidade não pode ser definida de forma apriorística, devendo ser objeto de análise caso a caso. Apesar de a Instrução CVM nº 358/2002 estabelecer o conceito de informação relevante, ele se refere à obrigação de divulgar fato relevante, e não pode necessariamente ser utilizado no caso de responsabilização. Assim, a autora afirma⁴²:

Ainda que se considere a informação relevante como aquela que tenha potencial para influenciar a intenção do investidor de comprar ou vender valores mobiliários de emissão de uma companhia, a verificação de sua ocorrência dependerá de um conjunto de fatos e circunstâncias só passíveis de serem determinados no caso concreto. O contexto, a natureza e o porte da companhia, seu volume de negócios, a liquidez de seus valores mobiliários, são fatores que, em princípio, devem ser considerados.

Ainda que se dê parcial razão à autora, o conceito de fato relevante para fins dos artigos 155, §4º, e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e da Instrução CVM nº 358/2002, é útil para fornecer uma base ao significado de materialidade da informação para fins de responsabilização da companhia aberta pela sua divulgação defeituosa. Como já visto ao longo deste trabalho, a responsabilização da companhia aberta por falhas de divulgação tem como objetivo fortalecer o sistema de *disclosure* criado pela legislação brasileira. A obrigação de divulgar de fato relevante e a proibição de se negociar com informação relevante não divulgada ao mercado fazem parte deste sistema.

⁴² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 251.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

O conceito de fato relevante disposto na Lei nº 6.404/1976 possui três núcleos principais: (i) conceito de investidor do mercado; (ii) influência ponderável na decisão de investimento; e (iii) fato ocorrido nos negócios da companhia⁴³.

Ao analisar estes três fatores para investigar se o legislador brasileiro teria adotado um padrão médio de investidor para qualificar a informação como relevante, Fernando Mota defende que a multiplicidade de métodos de avaliação e de busca do lucro adotados por diferentes tipos de investidor reforçam a necessidade de se considerar um investidor médio para os fins da regulação do mercado de valores mobiliários⁴⁴. Além disso, o autor nota que a Lei nº 6.404/1976 restringiu o conceito de relevância aos fatos que possam influenciar, de forma ponderável, a decisão do investidor. A este respeito, o autor afirma⁴⁵:

Da referência feita pela LSA à influência ponderável do fato pode-se inferir, inicialmente, não ser qualquer influência apta a tornar um fato relevante. Esta influência qualificada poderia, por exemplo, ser considerada como uma influência substancial, elevada. Não há, porém, elementos expressos na lei para definir como isso se caracterizaria (p. 152).

O emprego do termo ponderável ressalta que o legislador não teve a intenção de impor à companhia a divulgação de toda e qualquer informação, mas somente aquelas que sejam materiais⁴⁶. Portanto, nas companhias abertas, “a preocupação da lei é com o acionista enquanto investidor de mercado (ainda que potencial)”, sendo que “o critério preponderante é o da pertinência de um ato ou fato à decisão dos investidores de negociar”⁴⁷.

No caso da vedação à negociação com informações privilegiadas, a definição de relevância segue contornos semelhantes ao do fato relevante para fins de divulgação. Ainda em 1971, antes da promulgação da Lei nº 6.385/1976, Comparato

⁴³ MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. p. 104.

⁴⁴ Ibidem. p. 141.

⁴⁵ Ibidem. p. 152.

⁴⁶ Ibidem. p. 153.

⁴⁷ RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. Do direito do acionista à informação em companhias abertas e fechadas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 600-601.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

defendia a definição de relevância da informação a partir de critérios estritamente objetivos⁴⁸.

Já na vigência da Lei nº 6.385/1976, Nelson Eizirik defendeu, em famoso artigo, que a informação relevante para fins de *insider trading* deveria se restringir a fatos referentes à companhia especificamente, fazendo a distinção entre informação dos negócios da companhia e informação de mercado⁴⁹.

O caráter específico da informação com relação ao emissor já foi utilizado pela CVM como critério para configurar a sua relevância. No processo RJ2014/6517, o Diretor Relator Henrique Machado ressaltou que a mesma informação pode ser considerada relevante para uma companhia e não relevante para outra companhia do mesmo setor⁵⁰:

[D]eterminada informação pode ser considerada relevante para uma companhia e não ser para outra do mesmo setor, eis que elas podem diferir quanto ao estágio de desenvolvimento, complexidade das operações, posição no mercado, capacidade de geração de receitas, nível de endividamento, dentre outros fatores.

José Marcelo Martins Proença, por sua vez, sugere a distinção entre informações básicas divulgadas ao mercado e informações relevantes. Neste sentido,

⁴⁸ “Assim, é de se presumir, a nosso ver, a utilização abusiva de informações reservadas, quando concorrerem as seguintes circunstâncias: 1) o contratante demandado era, na ocasião do negócio, qualquer das pessoas acima nomeadas especificamente como *insiders* (acionista majoritário, diretor, conselheiro, ou fiscal da sociedade emissora dos títulos, seu cônjuge não separado judicialmente ou filho menor), ou então uma sociedade da qual qualquer dessas pessoas era administrador, gerente, representante legal, ou sócio titular de mais de metade das ações, cotas ou partes do seu capital, ou ainda uma sociedade controlada pela companhia em questão; 2) a cotação em Bolsa dos títulos ou direitos negociados acusou, dentro em 90 dias a contar da negociação, uma oscilação superior a 40%, ou dentro em 120 dias uma oscilação de mais de 50%. Concorrendo tais fatos objetivos, a anulação do contrato só deixaria de ser decretada se o demandado provasse que a oscilação no valor dos títulos ou direitos negociados não decorreu de circunstâncias particulares à sociedade anônima em causa, ou que tais circunstâncias, embora existentes, não eram do seu conhecimento (COMPARATO, Fábio Konder. “*Insider Trading*”: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 2, p. 41-47, 1971. p. 47).

⁴⁹ “Assim, por exemplo, não há o dever de informar ou abster-se de negociar para o administrador de uma companhia aberta que tem acesso a informações sobre uma medida que será adotada pelo governo e que beneficiará o mercado de capitais, tendo um provável impacto favorável na cotação das ações de sua empresa” (EIZIRIK, Nelson. “*Insider Trading*” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 50, p. 42-56, 1983. p. 51).

⁵⁰ CVM, Processo administrativo sancionador nº RJ2014/6517, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 25/06/2019.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

ao realizar emissões públicas de seus valores mobiliários, as companhias abertas divulgam uma série de informações ao mercado, “não apenas acerca de sua situação econômico-financeira, mas também sobre o seu estatuto social, sua organização societária e operacional, seus produtos e correspondente mercado e concorrentes, proporcionando a correta avaliação de sua situação”⁵¹. Após a emissão, as companhias abertas são instadas a, de forma habitual e periódica, dar publicidade a determinadas informações recorrentes, “como balancetes contábeis, atas de assembleias, desempenho de seus mercados e produtos”⁵². Estas seriam as informações básicas. Há informações, no entanto, que não estão incluídas no rol de informações “básicas”, que constituem “fatos relevantes” com relação à companhia, “porque passíveis de transformar ou mudar a vida da empresa para melhor ou para pior”⁵³. Desse modo, “[a] definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”⁵⁴. Será relevante, portanto, todo fato que puder afetar a decisão do investidor com relação à negociação de determinado valor mobiliário, influenciando, conseqüentemente, o seu preço⁵⁵.

Ressalvando-se o entendimento de Aline de Menezes Santos Aragão, de que a materialidade da informação para fins de responsabilização da companhia aberta não deve ser estabelecida de forma apriorística, é possível oferecer ao menos um conceito básico, a ser utilizado de forma instrumental na valoração dos fatos de um caso concreto.

Sugere-se, com base na experiência brasileira com relação à obrigação de divulgar fato relevante e vedação à negociação com informação privilegiada, que deve ser considerada material qualquer informação ou declaração fornecida pela companhia aberta ao mercado, independentemente do meio e forma de divulgação, que puder afetar a decisão de um investidor razoável e diligente com relação aos

⁵¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 143.

⁵² Ibidem. p. 143.

⁵³ Ibidem. p. 144.

⁵⁴ Ibidem. p. 144.

⁵⁵ Ibidem. p. 144.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

valores mobiliários da companhia aberta que realizou a divulgação, podendo-se adotar como filtro alternativo para se aferir materialidade as eventuais oscilações anormais na cotação dos valores mobiliários.

O referencial do investidor razoável e diligente é oferecido como sugestão pois é preciso levar em consideração, na qualificação da materialidade, o investidor capaz de conferir a importância e o peso correto à informação divulgada pela companhia aberta. Em outras palavras, informações irrelevantes, ou cuja inadequação seja tão flagrante a ponto de ser óbvia para um investidor diligente, não devem ser consideradas materiais para fins de responsabilização, pois seriam rapidamente identificadas como informações incorretas ou irrelevantes e não afetariam a decisão do investidor razoável e diligente. Evita-se, assim, qualificar como material informações de reduzida importância, mas que tenham influenciado a cotação do valor mobiliário em função da atuação de investidores desinformados ou inexperientes (o que pode ocorrer em períodos de mercado aquecido ou no caso de uma companhia aberta possuir, por questões circunstanciais, elevado apelo junto ao público investidor).

O efeito na cotação dos valores mobiliários é sugerido como filtro alternativo pois: (i) a informação considerada material pelo investidor razoável e diligente provavelmente afetará a cotação dos valores mobiliários; no entanto (ii) informações complexas que não sejam compreendidas plenamente pelo investidor razoável e diligente ainda assim podem afetar a cotação dos valores mobiliários se forem divulgadas de forma imprecisa ou falsa em função da atuação de investidores sofisticados ou dos mecanismos de eficiência do mercado (por meio de analistas, consultores, administradores de carteira etc.).

4 CONCLUSÃO

O presente artigo teve como objeto analisar a hipótese de que, para fins de responsabilização de companhias abertas por falhas na divulgação de informações

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

ao mercado, é necessário que a informação dotada de imprecisão ou falsidade, ou a omissão, seja dotada de materialidade.

Para este fim, o artigo investigou os fundamentos legais e teóricos da responsabilidade civil e administrativa da companhia aberta pelas informações divulgadas ao mercado e buscou oferecer critérios para definir a materialidade da informação.

O artigo concluiu que a materialidade da informação é requisito essencial para a responsabilização administrativa e civil das companhias abertas por falhas de divulgação. Ademais, concluiu-se que são materiais as informações que um investidor razoável e diligente considere relevante na sua tomada de decisão de investimentos referente aos valores mobiliários da companhia aberta que realizou a divulgação, podendo-se adotar como filtro alternativo para aferir materialidade as eventuais oscilações anormais na cotação dos valores mobiliários.

REFERÊNCIAS

ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://catalog.hathitrust.org/Record/008515947>. Acesso em 11 de julho de 2019.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>. Acesso em 26 de junho de 2019.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

COMPARATO, Fábio Konder. “*Insider Trading*”: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 2, p. 41-47, 1971.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – **Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. ***The economic structure of corporate law***. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo**, v. 50, p. 42-56, 1983.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984.

FAMA, Eugene. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. **Journal of Finance, Nova Iorque**, vol. 25, p. 383-417, 1969.

LANNES, Yuri Nathan da Costa. Ética empresarial e função social business ethics and social function of the company. **Revista Jurídica - UNICURITIBA**, v. 3, n. 36, p. 177-193, dez. 2014.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

Personalidade Acadêmica Homenageada:
Catherine V. Scott (Agnes Scott College)

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. Do direito do acionista à informação em companhias abertas e fechadas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. esp., p. 107-126, 2018.

SILVA, Marcos Alves da; KNOERR, Viviane Coêlho de Séllos. Responsabilidade social da empresa e subcidadania pautas para uma reflexão de índole constitucional. **Revista Jurídica - UNICURITIBA**, v. 2, n. 31, p. 435-453, ago. 2013.