

# BREVE REVISÃO DOS JULGAMENTOS DA CVM SOBRE FATOS RELEVANTES

Com o notável crescimento do nosso mercado de capitais, que hoje conta com 488 companhias listadas na Bovespa e uma capitalização de mercado de quase R\$ 2,5 trilhões, a atuação dos Diretores de Relações com Investidores (“DRIs”) dessas empresas ganha relevo. É essencial que esses profissionais, responsáveis pela relação entre a companhia e seus acionistas, investidores, profissionais do mercado e analistas compreendam bem a abrangência e os limites de suas funções.

**por Elaine Palmer, Daniella Ventura e Fernanda Pereira Carneiro\***

Isso demanda não só conhecimento das regras aplicáveis, mas também atenção à interpretação que a CVM vem conferindo a essas regras. Uma análise das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM entre 2006 e 2008 (até 09/04) em processos administrativos sancionadores revela que a imensa maioria dos processos instaurados contra DRIs se refere a questões atinentes à atualização do registro de companhia aberta. No entanto, vem crescendo o número de inquéritos que envolvem discussões sobre divulgação de fatos relevantes.

Os ilícitos relacionados à não divulgação, divulgação incompleta, incorreta ou intempestiva de fato relevante são considerados pelas regras da CVM de natureza grave. Não por outra razão, a CVM já aplicou, para ilícitos da espécie, a multa máxima prevista (de 500 mil reais quando não se tratar de hipótese de reincidência) e até mesmo a pena de inabilitação.

O problema reside em que, na vida da companhia, o DRI é colocado diante de situações incertas cujas regras aplicáveis, pelo seu caráter genérico, não fornecem respostas exatas para cada situação concreta. Existem inúmeras zonas cinzentas que demandam do profissional bom senso, agilidade, conhecimento, consciência de suas responsabilidades, sensibilidade e independência.

Apenas para ilustrar, veja-se o caso do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/02, que estabelece que fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia. Tal faculdade deixa de ser aplicável, por força do parágrafo único desse mesmo dispositivo, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados. Surgem para o DRI (e, a bem da verdade, para todos os outros administradores da companhia, já que este dever também lhes é imposto de forma geral no artigo 157, §4º, da Lei nº 6404/76) questões como: o que se caracteriza como interesse legítimo em risco? Como identificar se a informação escapou ao controle? O que caracteriza uma oscilação atípica? Por vezes, será difícil até mesmo identificar se verdadeiramente ocorre uma hipótese de fato relevante.

Em tais situações de incerteza, decisões já proferidas pela CVM em processos sancionadores podem auxiliar na melhor compreensão do entendimento da autarquia, colaborando na tomada de decisão, com a ressalva, evidente, de que as decisões da CVM são

proferidas no contexto de cada caso concreto, que nem sempre, ou raramente, coincide em todos os seus elementos com outro caso aparentemente similar.

Tomando o exemplo acima, a questão da perda de controle da informação, que implica a obrigatoriedade de imediata divulgação do fato relevante ao mercado, foi enfrentada no Processo CVM nº RJ 2006/5928, julgado em 17.04.2007. Esta hipótese – perda do controle da informação – normalmente traduz-se na clássica situação em que a informação é noticiada pela imprensa ou objeto de rumores no mercado antes de a companhia haver divulgado o fato.

A situação envolve algumas nuances delicadas, como no caso em que a notícia é propositadamente “plantada” como forma de forçar uma reação em muitos casos prematura da companhia aberta, envolvendo a necessidade de opção, pelo DRI, entre uma eventual resposta singela no sentido de que a companhia não comenta rumores ou uma confirmação de que há discussões em andamento sobre tal ou qual assunto, e que a companhia não voltará ao tema até que algo concreto exista a ser divulgado.

Já nos casos de oscilação atípica dos papéis de emissão da companhia, esta pode também derivar de rumores ou especulação na imprensa, situação em que as duas hipóteses (perda de controle da informação + oscilação atípica) coincidem. E, conforme esclarecido no voto do ex-Diretor da CVM, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no processo acima mencionado, seria atípica “a oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante ainda não divulgado”.

Preocupa-se a autarquia neste caso com a ocorrência de *insider trading*. A divulgação imediata cumpre, então, com a finalidade de evitar eventual negociação com base em informação privilegiada, nivelando e disseminando a informação para todo o mercado.

Outra questão que costuma causar forte insegurança no DRI e que já foi também objeto de alguns julgados da CVM se refere ao momento exato, fora dos casos excepcionais como os acima mencionados, em que a informação relevante e, até então, privilegiada, passa a dever ser divulgada ao mercado.


Algumas orientações gerais podem ser extraídas dos julgamentos passados da CVM. A primeira e fundamental é que a informação não precisa ser definitiva ou estar formalizada, mediante um contrato, por exemplo, para que o fato deva ser publicado. Ao contrário, as informações podem e devem ser divulgadas à medida que o negócio for se desenvolvendo (e.g. PAS CVM 02/03, julgado em 24.01.2007; PAS CVM 2006/4776, julgado 17.01.2007; PAS CVM 16/00, julgado em 05.12.2002, PAS CVM 22/99, julgado em 16.08.2001).

Isso não significa que projetos, estudos ou mesmo negócios em fase muito embrionária devam ser divulgados. O excesso de informações incertas no mercado também há que ser evitado, sob pena de ludibriar

ou confundir os investidores. Nesse sentido, cabe mencionar o voto da Presidente da CVM, Maria Helena Santana, no Processo CVM nº 02/03, julgado em 24.01.2007, esclarecendo que, nestas hipóteses, e também naquelas em que o fechamento do negócio dependa de decisões das quais os administradores da companhia não participem, ainda não se deve publicar fato relevante, “para que não se venha a afetar as percepções de acionistas e de investidores com base apenas em uma possibilidade, cuja probabilidade de que aconteça a administração da companhia sequer tem elementos suficientes para dimensionar”.

Outro exemplo de questão já enfrentada em processo administrativo sancionador diz respeito à divulgação de fato relevante que já tenha sido exaustivamente coberto pela imprensa. Pode ocorrer de o DRI entender que, por a informação já ter sido amplamente divulgada pela imprensa, estaria a companhia dispensada da obrigação de publicar o respectivo fato relevante. No entanto, até o momento, a orientação da CVM nesses casos tem sido a de que o DRI deve promover a imediata divulgação, que configura a manifestação oficial da companhia, de modo a “dissipar rumores e a assegurar que todos os investidores tenham acesso às informações julgadas pertinentes” (voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no Processo CVM 2006/9098, julgado em 02.10.2007).

Dúvidas também podem surgir quanto à abrangência e detalhamento da informação a ser publicada. A respeito, o Colegiado da CVM já se manifestou, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2006/4776, cujo voto vencedor esclareceu que “o administrador é o responsável pela divulgação, desde o início, do fato relevante de forma completa. Não obedece a legislação quem anuncia um fato, mas espera uma ordem da CVM para divulgar os aspectos relevantes deste fato que já sejam de seu conhecimento. A iniciativa deve, sempre, partir da administração da companhia”. Ao ensejo deste julgamento, firmou-se o entendimento de que o fato relevante é completo quando “contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para avaliação do impacto da informação principal sobre o preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro”.

Há vários outros precedentes relevantes que podem ser úteis aos DRIs quando se depararem com situações de incerteza. O nosso intuito aqui não é exauri-los, mas apenas destacar a importância de os DRIs estarem atentos e atualizados quanto aos entendimentos que a CVM manifesta através de seus julgados, sempre com a ressalva de que os elementos factuais de cada caso costumam diferir, conduzindo a decisões igualmente diferentes, assim como a própria CVM pode rever seus entendimentos. 

---

(\*) **ELAINE PALMER, DANIELLA VENTURA e FERNANDA PEREIRA CARNEIRO** são, respectivamente, sócia e associadas de **Barbosa, Müssnich & Araújo Advogados**. ([www.bmalaw.com.br](http://www.bmalaw.com.br))