

CARLOS EDUARDO VERGUEIRO

O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2018

V473p Vergueiro, Carlos Eduardo

O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas / Carlos Eduardo Vergueiro; orientador Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. – São Paulo, 2018.
252 f.

Tese (Doutorado)- Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Direito Comercial.

1. Direito Comercial, Mercado de Capitais. 2. Regime Informacional, Informações das Companhias Abertas, Disclosure. 3. Dano Informacional. I. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc, orient. II. Título

ÍNDICE

Resumo	1
Abstract	3
Riassunto	5
Capítulo 1. Apresentação do Tema	7
Capítulo 2. Metodologia e Premissas de Trabalho	24
2.1 Considerações sobre o Recurso ao Direito Comparado	28
2.2 Delimitação do Tema: Foco na Companhia Aberta e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais	36
Capítulo 3. Informação e Mercado	40
3.1 Nicolaus Copernicus e a Confiança em Mercado	48
Capítulo 4. Informação e Mercado de Capitais	54
4.1 <i>Disclosure</i> : Origem, Funções e Características	61
4.2 A Mão Visível do Direito e a Insuficiência da Mão Invisível do Mercado	70
4.2.1 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: o caso dos Acordos de Acionistas no Brasil	80
4.2.2 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: o tema da Divulgação de Remuneração de Administradores	86
4.3 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente	92
4.4 A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, a Economia Comportamental e a Regulação do Mercado de Capitais	98
Capítulo 5. A Informação nas Leis Cíveis e Penais Brasileiras	112
5.1 A Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017	125
5.2 A Informação Necessária de ser Divulgada e os Exemplos do Código de Defesa do Consumidor	128
Capítulo 6. <i>Fraud on the Market</i> e <i>Disclosure</i> : o Tratamento da Divulgação de Informações e do Dano Informacional pelo Direito Americano	133
6.1 Direito Americano, Direito Comparado e Direito Brasileiro	133
6.2 A Teoria da Fraude no Mercado (<i>Fraud on the Market</i>)	137
6.3 O <i>Securities Act</i> de 1933: Regime Antecedente, Contexto e Estratégia Regulatória	138
6.4 O Regramento do <i>Securities Act</i> de 1933	146
6.5 O Regramento do <i>Securities Exchange Act</i> de 1934	160
6.6 O Regramento da <i>Rule 10b -5</i>	170
6.7 A Especificação das Regras Antifraude via Decisões Judiciais – Elementos Caracterizadores da Responsabilidade por Fraude e Dano Informacionais	175
6.8 Conclusões sobre o Direito Americano em 85 anos de História	186
Capítulo 7. O Subsídio da Regra de Abuso de Mercado do Direito Comunitário Europeu	187
7.1 As Diretivas 2003/71 e 2001/31	195
Capítulo 8. O Direito Italiano	202
Capítulo 9. O Direito Português	218
Capítulo 10. O Direito Brasileiro	224

10.1	O Regime Anterior: Lei 4.728/65 e Decreto-Lei 2.627/40. O Exemplo Negativo do Decreto 157/67	224
10.2	A <i>Ratio Legis</i> Brasileira: o tema da Informação nos Projetos das Leis 6.385 e 6.404	227
10.3	A Informação na Lei 6.385 e na Lei 6.404.....	231
10.4	O Dolo Informacional no Código Civil.....	239
Capítulo 11.	Conclusões.....	241
	Bibliografia	243

RESUMO

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas. Janeiro de 2018. 252 folhas. Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2018.

Palavras chave: mercado de valores mobiliários, divulgação de informações (disclosure), dano informacional, fraude informacional, responsabilidade civil, poder de controle, poder da informação, hipótese do mercado de capitais eficiente.

Resumo: Esta Tese aborda os temas do poder da informação, da fraude informacional e do dano informacional dela decorrente. O estudo parte da premissa de que houve opção, no Direito Comparado, pelo regime da divulgação de informações (*disclosure*) como mecanismo principal da estratégia regulatória do mercado de valores mobiliários. Essa opção, por exemplo, substitui um juízo de mérito que poderia existir sobre viabilidade de ofertas de valores mobiliários que fosse atribuído ao órgão regulador do mercado. Pela escolha feita, o Direito obriga a divulgação de informações para permitir que investidores do mercado de valores mobiliários tenham condições de precificar os valores mobiliários em negociação. Ou que investidores que não possuem as habilidades para tanto sejam beneficiados pela precificação feita por outros mais habilitados. A partir dessa premissa, chega-se, em primeiro lugar, ao que a Tese denominou de poder da informação, para se analisar um aspecto inerente à posição de controladores, pela maioria do capital ou pelo controle gerencial, que faz com algumas pessoas que estão na posse de informações divulgadas e não divulgadas ao mercado sobre a situação da companhia sejam obrigadas a divulgá-las. A palavra poder foi escolhida porque significa tanto uma posição de prevalência sobre outros, quanto para indicar os deveres que uma posição de prevalência sobre outros traz aos detentores dessa posição. A simples obrigação de divulgar não poderia ser a única regra para permitir que a divulgação ocorra e seja baseada em caracteres verídicos. Informação omitida e informação divulgada com fraude causam danos ao detentor do valor mobiliário, que toma decisões de compra e venda com base nas informações, e ao próprio mercado de valores mobiliários, cuja integridade, como um todo, é fragilizada a partir de uma situação de dano. O dano não é, portanto, unicamente privado. Fraude informacional é uma expressão escolhida por esta Tese para se referir tanto à situação de omissão de divulgação de informação necessária de ser

divulgada, quanto à divulgação de informação errada ou incompleta, todas elas contribuindo para que o mercado esteja municiado de informações que não permitem a correta identificação da situação do emissor. A fraude informacional traz o dano informacional, outra expressão escolhida pela Tese para significar o dano que decorre da situação de fraude informacional. Ao redor do mundo, a repressão à fraude informacional foi regida por leis com sanções fortes e com aspectos de Direito Civil (a reparação civil), penal (a imposição de pena para seus praticantes) e administrativa (pelo órgão regulador do mercado de valores mobiliários). A harmonia e tratamento único do tema são medidas necessárias para o incremento das regras de combate à fraude informacional, que funcionam (ou deveriam funcionar) tanto quanto regras de responsabilização como quanto elementos de dissuasão do potencial praticante de fraude informacional. O avanço da ciência pretendido pela Tese, especialmente focado na inovação da Ciência Jurídica para os temas objeto de estudo pela Tese, está representado por sugestões de melhoria no Direito brasileiro em tema de combate à fraude e dano informacionais, especialmente se valendo de elementos exemplificativos do Direito comparado.

ABSTRACT

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas [*The Power of Information and Informational Damages among Public Companies*]. January of 2018. 252 pages. PhD Thesis – School of Law, Universidade de São Paulo, São Paulo, January of 2018.

Key words: public companies, securities markets, disclosure, informational damages, informational fraud, civil liability, corporate control, informational power, efficient capital markets.

Abstract: This Thesis analyses the topics of the power of information, informational fraud and informational damages arising from it. The research is based on the option for having the disclosure, as made by Comparative Law, as the main regulatory scheme as applicable to securities markets. This option, for example, substitutes a merit based approach over securities public offerings that could exist as function of a securities markets regulator. Based on the choice made, Law mandates the disclosure of information so that securities markets' investors have ways to price securities and non skilled investors benefit from prices set by skilled ones. Having such ideas as start, this Thesis first analyzes what it called as information power which in turns analyzes corporate controllers' position (whether from the holding of a majority of voting stock or as a result of a managerial control) and the holding of information that they have due to their position, with the mandatory disclosure system that mandates disclosure to be made. The word "power" has been chosen to indicate both the prevailing position of corporate controllers and the duties that arise as a consequence of being in such position. The simple mandatory disclosure rule could not be the sole rule to allow that disclosure dully happens and be based on true information. Omitted information and frauded information cause damages to both securities holders, who trade based on the information, and to the market as a whole, whose integrity is affected by such frauded information. Damages are not solely private and related to the person who suffered them directly. Therefore, punitive rules shall exist. Informational fraud is another expression that has been chosen by this Thesis to refer to both the situation when information that should be disclosed is omitted and to the situation where information disclosed is partially or totally wrong, all of them making market not informed with information that could allow it to dully

price securities. Informational damages arise as a consequence of informational fraud. Around the world, informational fraud has been fought with strong sanctions and with Criminal Law, Torts (the damaged person reimbursement), and Administrative (through administrative sanctions imposed by securities regulators) rules. Harmony among all fields is required to the advancement of fight against informational fraud as it is required to have rules to promote deterrence against wrong makers in potential. The Law development that is seek as contribution for the innovation of Legal Sciences by this Thesis are the recommendations that it does for changes in the Brazilian Law based on the Comparative Law.

RIASSUNTO

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas [*Il Potere dell' Informazione e i Danni Informativi nelle Società per Azioni Quotate*]. Gennaio, 2018. 252 pagine. Tesi di Dottorato - Facoltà di Giurisprudenza, Universidade de São Paulo, São Paulo, Gennaio, 2018.

Parole chiave: società aperta, mercati finanziari, disclosure, frode informativa, danni informativi, responsabilità civile, controllo, potere di informazione, efficienza del mercato finanziario.

Riassunto: Questa Tesi analizza i temi del potere dell'informazione, della frode informativa e dei danni informativi che ne conseguono. La ricerca si basa sull'opzione della divulgazione - così come previsto dal Diritto Comparato - del principale schema normativo che si applica ai mercati finanziari. Questa opzione, ad esempio, sostituisce l'approccio basato sul merito sulle offerte pubbliche di titoli che potrebbero esistere come funzione di un regolatore dei mercati finanziari. A seconda della scelta che viene effettuata, la legge dispone che la divulgazione delle informazioni abbia luogo di modo da consentire agli investitori dei mercati finanziari di disporre di metodi per stabilire il prezzo dei titoli, e agli investitori non esperti di poter beneficiare dei prezzi stabiliti da quelli qualificati. Partendo da questo assunto iniziale, questa Tesi una volta analizzato quello che chiama potere dell'informazione, che a sua volta ha la funzione di analizzare la posizione dei "controllori aziendali" (dalla detenzione di una maggioranza di azioni con potere di voto o come risultato di un controllo manageriale) sia dalla detenzione di informazioni di essi "dovuto alla posizione che occupano", con "il sistema di divulgazione obbligatorio che dispone che la divulgazione abbia luogo". La parola "potere" è stata scelta per definire sia la posizione prevalente dei "controllori aziendali" sia i doveri che ne conseguono come risultato di "occupare tale posizione". La semplice regola di divulgazione obbligatoria non può essere l'unico strumento per fare in modo che la divulgazione avvenga in modo corretto e che sia basata su informazioni veritiere. Le informazioni omesse e le informazioni falsate- errate sono causa di danno per entrambi i possessori di titoli, i quali agiscono in base alle informazioni e al mercato nel suo insieme, la cui integrità è condizionata da tali informazioni errate. I danni non sono esclusivamente di tipo privato o limitati alla sola persona che li subisce

direttamente. Pertanto, si rende necessaria l'applicazione di sanzioni punitive. La frode informativa è un'altra espressione presa in esame dal presente lavoro di Tesi e si riferisce sia al caso in cui le informazioni che dovrebbero essere divulgate vengano omesse, sia alla ipotesi in cui le informazioni stesse siano parzialmente o totalmente errate. In entrambi i casi il mercato rimane all'oscuro di informazioni tali che potrebbero modificare il prezzo dei titoli. I danni informativi sono le dirette conseguenze delle frodi informative. In tutto il mondo, le frodi informative sono perseguite attraverso l'applicazione di forti sanzioni e con il ricorso alle norme del Diritto Penale, le Responsabilità Civili (il rimborso delle parti lese) e Azioni Governative (attraverso l'applicazione sanzioni amministrative imposte dalle autorità preposte al controllo del mercato). La collaborazione in armonia tra tutte le aree risulta essere condizione necessaria per il progresso della lotta contro la frode informativa; è opportuno pertanto disporre di regole per sviluppare una deterrenza contro i potenziali trasgressori. Iure Condendo favorisce l'innovazione delle Scienze Giuridiche ed il presente lavoro di Tesi presenta le raccomandazioni consigli del suo contributo per propiziare le modifiche da apportare al Diritto Brasiliano sulla base Diritto Comparato.

Capítulo 1. Apresentação do Tema

"Muitas coisas sabe a raposa; mas o ouriço uma grande"

(ARQUÍLOCO)

NICOLAUS COPERNICUS não foi um homem qualquer. Mais lembrado por sua contribuição ao estudo do heliocentrismo, COPERNICUS exerceu atividades nos campos da matemática, da astronomia, física, diplomacia e governo. COPERNICUS também teve formação jurídica pois fez seu doutoramento em Direito Canônico na Universidade de Bologna no ano de 1496.

Em pleno século XVI, enquanto se dava o início da colonização do continente americano, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, COPERNICUS já alertava o Rei da Prússia sobre a necessidade de medidas serem tomadas pelo rei, o que equivaleria ao Direito posto da época, para evitar uma crise de confiança da população da Prússia nas moedas em circulação no reino.

Como será melhor analisado no Capítulo 3 à frente, havia crise de confiança da população da Prússia em relação às moedas em circulação no reino, sendo nenhuma delas emitida pelo Governo central, todas elas emitidas por cidades ou particulares, a maioria delas trazendo algum grau de desconfiança sobre o total de prata que afirmavam conter, com a conseqüente desconfiança sobre sua capacidade de funcionar como meio de pagamento e facilitar as trocas.

Pelos exemplos trazidos em seu estudo, e que serão melhor analisados no Capítulo 3, COPERNICUS demonstrava, já no século XVI, que a confiança deve ser um objetivo assegurado pelo Direito em relação à moeda em circulação. E que, em um cenário onde não se pode confiar nas mercadorias negociadas, ou nos meios de pagamento utilizados para circulação, participantes honestos seriam, na prática, expulsos do mercado porque, simplesmente, não conseguiriam ter suas qualidades reconhecidas comparativamente com as qualidades dos seus concorrentes. A lição de COPERNICUS guarda relação de correspondência com o sempre lembrado exemplo do mercado de carros usados de AKERLOFF, também estudo no mesmo Capítulo 3.

Certamente, a perda da confiança da população na moeda é um assunto de relevância maior do que a perda de confiança no mercado de valores mobiliários, no qual as companhias abertas são os principais atores e suas ações o principal valor mobiliário negociado. Porém, as vantagens da existência de um mercado de valores mobiliários para a economia de um país, explicadas mais à frente, fazem com que surjam para o Direito desafios focados no objetivo de se criar um alicerce legal sobre o qual o mercado poderá se desenvolver.

Criar mecanismos para proteger a confiança no mercado é um desses desafios. Permitir a confiabilidade nas informações divulgadas pelos emissores é outro mecanismo, o qual funciona tanto de forma individual, para a finalidade de permitir aos agentes do mercado precificarem os valores mobiliários, quanto como expediente geral para proteger a confiança no mercado.

Falar em preservar a confiança no mercado de valores mobiliários como um objetivo para o Direito não é falar de algo inédito. O Direito americano e o Direito italiano expressamente consignam a confiança como valor a ser protegido pelo Direito do Mercado de Capitais, como será visto em seus respectivos capítulos nesta Tese.

Positivar a proteção da confiança funciona como princípio interpretativo das demais disposições normativas e, também, como elemento impulsionador de nova legislação que seja coerente com o próprio princípio. Portanto, não soa estranho falar em confiança como valor a ser protegido pelo Direito aplicado às relações mantidas no mercado de capitais.

A história de desenvolvimento das bolsas de valores e das bolsas de futuros confirma essa opção sobre se proteger a confiança como elemento necessário dentro do mercado. Outra não é a conclusão a que se chega quando se observa que a exigência de garantias pecuniárias para cobrir eventuais inadimplementos futuros sempre existiu.¹

¹ A história da famosa “Bolsa de Chicago”, a Chicago Board of Trade, atualmente parte do CME Group, bem demonstra a importância das garantias dentro do histórico do mercado por ela administrado. A Bolsa de Chicago foi criada em 1848 para a negociação de mercadorias agrícolas. A sua primeira câmara de liquidação foi criada em 1865, que exigiu dos participantes o depósito de garantias (*margins*) para cobrir inadimplementos.

Aqueles que faziam negócios no mercado administrado pelas bolsas deveriam ter a segurança de espírito que suas ordens de venda seriam honradas financeiramente. Não se concebe, nos dias de hoje, a existência de mercados de bolsa sem a existência de câmaras de liquidação que cuidem do adimplemento via garantias depositadas pelas corretoras autorizadas a operar.

A temática da confiança está diretamente relacionada ao tema das informações das companhias abertas. Esta Tese concorda totalmente com o argumento de que a principal função do regime informacional das companhias abertas é permitir aos participantes do mercado precificarem os valores mobiliários negociados. Como será trabalhado no Capítulo 4.3, as informações das companhias abertas servem ao grande propósito de permitirem que o mercado opere de forma eficiente, sendo “eficiência” a palavra a designar a capacidade das informações disponíveis sobre o valor mobiliário ou o emissor estarem devidamente refletidas na cotação praticada em mercado.

Pelo título de Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, ou Hipótese da Eficiência do Mercado, como traduções semânticas de *Efficient Capital Market Hypothesis*, analisa-se essa relação entre informação disponível e seu reflexo rápido nas cotações praticadas.

A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente tem sua origem na Economia. Porém, ela adquiriu importância para o Direito na exata medida em que legislações e regulamentos baixados pelos órgãos reguladores passaram a considerar os pressupostos da Hipótese nos novos textos normativos criados, os quais forçavam e aprimoravam a divulgação de informações de forma a permitir a eficiência do mercado. Outra não é a razão que levou VINCENZO CARIDI, com base na experiência italiana, a afirmar que *o critério confiança no mercado de capitais pode se constituir em um ponto de partida para a análise do tema da responsabilidade pelas informações divulgadas no mercado.*²

² Cf.: “Riflettere sulla peculiare centralità che la fiducia assume nell’ ambito del mercato dei capitali può costituire allora un proficuo punto di partenza per porre nei suoi esatti termini anche e proprio il problema della responsabilità da informazione al mercato finanziario. L’inquadramento dei rapporti tra mercato, informazione e fiducia, infatti, permetterà di chiarire gli interessi che vengono in gioco quando sia resa al mercato una informazione falsa o inesatta, ponendo le basi, da un lato, per evidenziare la specialità del danno che da una tale informazione deriva e, dall’altro, per riflettere sulla peculiarità della relativa fattispecie di responsabilità.” in V. CARIDI, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. 4-5.

Segundo o filósofo inglês ISAIH BERLIN, a frase que dá início a este capítulo, acima transcrita, do poeta grego ARQUÍLOCO, teria a utilidade de demonstrar a diferença entre escritores e pensadores pois, para BERLIN, *a raposa, apesar de toda a sua esperteza, seria derrotada pela única defesa do ouriço*. BERLIN explica, ainda, que as diferenças entre a raposa e o ouriço auxiliam para explicar as diferenças entre *aqueles que acreditam numa visão única sobre os fatos, em um sistema único, razoavelmente articulado e oferecendo unidade de significado, e aqueles que acreditam que o conhecimento seja decorrente de visões múltiplas, quase sempre não relacionadas e até contraditórias, bastante pluralistas*. Para BERLIN, *a distinção entre a raposa e o ouriço bem explica a diferença entre escritores e pensadores*.³

CELSON LAFER, explicando o texto de BERLIN, esclarece que os *ouriços seriam aqueles que tudo referem a uma visão unitária e coerente, a qual opera como um projeto organizador fundamental de tudo o que pensam, tendendo, portanto, a uma perspectiva centrípeta e monista da realidade. As raposas representariam aqueles que se interessam por coisas várias, perseguem múltiplos fins e objetivos, cuja interconexão não é nem óbvia nem explícita, demonstrando tendência centrífuga e pluralista*. Para o mesmo autor, *a classificação entre o ouriço/raposa apresenta, como qualquer dicotomia, o risco da simplificação, mas pode ser um ponto de partida para análises extremamente fecundas*,

³ Cf.: “There is a line among the fragments of the Greek poet Archilochus which says: “The fox knows many things, but the hedgehog knows one big thing.” Scholars have differed about the correct interpretation of these dark words, which may mean no more than that the fox, for all his cunning, is defeated by the hedgehog’s one defense. But, taken figuratively, the words can be made to yield a sense in which they mark one of the deepest differences which divide writers and thinkers, and, it may be, human beings in general. For there exists a great chasm between those, on one side, who relate everything to a single central vision, one system, less or more coherent or articulate, in terms of which they understand, think and feel – a single, universal, organizing principle in terms of which alone all that they are and say has significance – and, on the other side, those who pursue many ends, often unrelated and even contradictory, connected, if at all, only in some de facto way, for some psychological or physiological cause, related to no moral or aesthetic principle. These last lead lives, perform acts and entertain ideas that are centrifugal rather than centripetal; their thought is scattered or diffused, moving on many levels, seizing upon the essence of a vast variety of experiences and objects for what they are in themselves, without, consciously or unconsciously, seeking to fit them into, or exclude them from, any one unchanging, all embracing, sometimes self-contradictory and incomplete, at times fanatical, unitary inner vision. The first kind of intellectual and artistic personality belongs to the hedgehogs, the second to the foxes; and without insisting on a rigid classification, we may, without too much fear of contradiction, say that, in this sense, Dante belongs to the first category, Shakespeare to the second; Plato, Lucretius, Pascal, Hegel, Dostoevsky, Nietzsche, Ibsen, Proust are, in varying degrees, hedgehogs; Herodotus, Aristotle, Montaigne, Erasmus, Molière, Goethe, Pushkin, Balzac, Joyce are Foxes” in I. BERLIN, *The Hedgehog and the Fox: An Essay on Tolstoy's View of History*, 2^a ed., Princeton, Princeton University Press, 2013, pp. 1-2.

quando utilizada como um ingrediente do discernimento indispensável para um bom julgamento, especialmente quando o bom julgamento é o resultado de uma visão que não coloca dois conjuntos de informação de forma taxativamente distinta, incomunicável, mas sim os vê como polos de informações com função pluralista voltada para iluminar uma realidade ontologicamente complexa. ⁴

Essa diferença entre um conhecimento próprio do ouriço e outro próprio da raposa ou, em outras palavras, entre um conhecimento sobre uma realidade praticado com base em premissas taxativas e incomunicáveis, de um lado, e outro que procura verificar a mesma situação sob diversas óticas bem serve ao propósito desta pesquisa. É que algumas ideias são decorrentes dessa análise que considera a diferença de conhecimento, ou melhor, de informações acumuladas, entre o ouriço e a raposa.

A primeira dessas ideias diz respeito ao papel reservado ao Direito em tema de regime informacional das companhias abertas⁵, em indagação que investigue se ao Direito competiria escolher um determinado grupo específico de informações, como aquelas próprias aos negócios com partes relacionadas, em detrimento de outras, como remuneração de administradores, por exemplo, como sendo o grupo de informações que mereceria a maior atenção jurídica possível. Certamente, trata-se de decisão difícil querer privilegiar um grupo de informações relevantes em detrimento de outras informações igualmente relevantes, afinal toda informação capaz de permitir ao público investidor opiniões e estimativas sobre o valor mobiliário e seu emissor devem ser divulgadas uma vez que, ao Direito, compete impor essa divulgação. Ao Direito, como será melhor explorado ao longo do trabalho, também compete criar um conjunto normativo que não apenas obrigue a divulgação de

⁴ Cf.: “Outros, ao contrário, se interessam por várias coisas, perseguem vários fins e objetivos — por vezes não-relacionados ou até mesmo contraditórios — cuja interconexão não é nem óbvia nem explícita. São as raposas, que dessa maneira exprimem uma perspectiva centrífuga e pluralista da realidade. Dante, por exemplo, é centrípeto; Shakespeare é centrífugo. Platão, Hegel e Marx, por serem mais centrípetos, são mais ouriços do que Aristóteles, Montesquieu, Tocqueville ou Max Weber, que por força de uma visão mais centrífuga da realidade podem ser qualificados como raposas.” in C. LAFER, *A Reconstrução dos Direitos Humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*, São Paulo, Companhia das Letras, 1988, p. 13.

⁵ Esta Tese tem como base de estudo a divulgação de informações pelas companhias abertas o que, por óbvio, traz as ações por elas emitidas como principal valor mobiliário objeto de estudo. Porém, não se está a querer dizer, e muito menos se desconhece o fato, de que a emissão de valores mobiliários não é uma atividade exclusiva das companhias abertas. Para não ter que se referir aos facilmente lembrados fundos de investimento (e suas quotas distribuídas publicamente), válido também recordar que as cooperativas de produtores rurais podem emitir os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio, passíveis de distribuição pública e negociação em bolsa ou mercado de balcão, conforme permitido pela Lei 11.076.

informações, mas que bem sirva ao propósito de, com clareza, demonstrar a falta de correção de alguns em cumprir com o regime informacional, tal como pode ocorrer quando as informações divulgadas pela companhia em seus canais obrigatórios de divulgação conflitam com informações divulgadas fora desses canais, mas com aptidão para causarem enorme condicionamento da percepção do mercado sobre a companhia. Ao mercado interessa saber as informações capazes de permitir a valoração da companhia e dos seus valores mobiliários. Ao Direito, cuidar para que essa divulgação ocorra e seja confiável, pouco importando se o mercado utilizará as informações como uma raposa ou como um ouriço.

O realce dado à chamada Economia Comportamental trouxe questionamentos se, ao final, valeria à pena continuar dando tanta atenção ao tema da Eficiência do Mercado ou, em outras palavras, se o Direito deveria continuar a se preocupar tanto com o tema. Explicações em detalhe sobre a Economia Comportamental e sua relação com a Hipótese da Eficiência do Mercado estão apresentadas no Capítulo 4.4.

Mesmo assim, já se pode antecipar que, mesmo que verdadeiras, as conclusões da Economia Comportamental não conseguiram afastar a necessidade de que informações sejam divulgadas pelas companhias e, a partir da divulgação, utilizadas para precificação dos valores mobiliários emitidos.

Informações continuam a ser extremamente relevantes para os agentes do mercado e não foi encontrada nenhuma opção alternativa melhor para fins de funcionamento de um mercado de valores mobiliários. Ou dizendo de outro modo, não foi encontrada nenhuma opção melhor para fins de permitir o bom funcionamento do mercado que não baseado na análise de informações divulgadas a partir de um regime de divulgação obrigatória.

Em 85 anos de história, conforme toda a evolução que será mostrada desde a promulgação do *Securities Act* em 1933 e até este ano de 2018, no qual se espera a decisão do caso *Leidos, Inc., v. Indiana Public Retirement System* pela Suprema Corte americana, a opção pelo regime da *disclosure*, divulgação de informações para que os agentes tomem suas decisões de compra e venda de valores mobiliários, representa tudo o que foi feito no Direito americano sobre o tema. O Direito americano merece análise nesta Tese não apenas por se

tratar do Direito aplicável ao maior mercado de valores mobiliários do mundo, mas, no que interessa a uma Tese brasileira, ao fato de ter se valido do Direito positivo para oferecer a infraestrutura legal necessária ao desenvolvimento mercado. Ou, escrito de outra maneira, devido ao fato do maior país da *common law* ter escolhido o Direito positivo para tratar do tema. O Capítulo 6 traz a análise desses 85 anos de história do Direito americano lidando com a temática da informação e preservação das relações mantidas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

A incidência do Direito sobre a temática das informações das companhias abertas não é um fenômeno novo. O regime de divulgação de informações é um exemplo dessa incidência. A vedação ao *insider trading* é outra. O combate ao que esta Tese chama de fraude e dano informacionais, em alguma medida, também não é algo inédito, embora possa, em muito, ser melhorado no Brasil com base na experiência estrangeira.

Em todas essas vertentes do tema (divulgação obrigatória, vedação ao *insider trading* e combate à fraude informacional), se está a lidar com o que esta Tese chama de poder da informação.

O poder da informação é a expressão escolhida para designar a situação de acúmulo de informações por parte de alguém, em regra o administrador ou o controlador, sobre a real situação presente e provável situação futura da companhia. Aliás, esse acúmulo de informações é inerente à posição dos administradores e, também de forma usual, à posição dos controladores.

A palavra “poder” foi propositalmente escolhida para designar duas características que lhe são próprias na situação estudada por esta Tese: o acúmulo inerente de informações, como mencionado, e os deveres que são decorrentes de uma situação de poder. Poder traz prerrogativas. Em ambientes democráticos, poder traz contrapesos ao próprio poder e deveres inerentes ao cargo. Em regimes autoritários, poder não traz deveres. No cenário das companhias abertas, onde o poder societário é exercido em uma sociedade na qual, necessariamente, participam outros acionistas, o tratamento dado pelo Direito ao poder deve ser carregado de deveres aos seus detentores. Não utilizar informações da companhia em benefício próprio e não fraudar a informação divulgada a terceiros são exemplos desses deveres.

Com alguma outra relevância, poder da informação não deixa de ser uma espécie da temática do poder de controle das companhias, com seus desafios trazidos para o Direito, ao menos para o Direito preocupado em criar os alicerces para o bom desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Ainda em 1932, BERLE-MEANS afirmaram que *os mercados de valores mobiliários seriam um dos enigmas econômicos da época, tendo o Direito pouco tocado o real problema*; o objetivo do estudo de BERLE-MEANS seria, nas suas palavras, *indicar certas linhas mestras de significância em relação aos problemas relacionados ao poder que administradores e controladores possuem em relação à posição econômica exercida pelo detentor do valor mobiliário. O material legal diminuto o suficiente para impedir sua citação ignora a função central do mercado, qual seja, permitir que valores mobiliários sejam convertidos em dinheiro.*⁶ E, para que a conversão em dinheiro, decorrente de uma compra ou venda do valor mobiliário possa ocorrer como ato seguinte à decisão negocial, informações devem estar disponíveis para que a decisão de compra ou venda seja uma decisão informada.

Aproximando a ideia de poder da informação do conceito de deveres que a ele devem estar inerentes, começa-se a delinear a relação que o Direito deve dar ao tema, sendo a primeira, por óbvio, a necessidade de um regime de divulgação obrigatória de informações necessárias de serem levadas ao conhecimento do mercado para fins de precificação dos valores mobiliários (ou possibilidade de precificação por todos e não apenas pelos detentores do poder da informação), além da possibilidade de monitoramento dos controladores.

A vedação ao *insider trading* é outra relação e, igualmente com o tema objeto de estudo por esta Tese, leva a uma possível reparação civil além de sanção penal e administrativa do praticante do *insider trading*. *Insider trading* é a expressão em inglês para

⁶ Cf.: “The public security markets are one of the economic enigmas of the present system; they, like, other markets, have only recently become the focus for intensive economic research. Much of the purely economic analysis (...) has not reached a point permitting definite conclusion. The law likewise has hardly touched the central problem. All that can be done here is to indicate certain major lines of significance in connection with that body of problems surrounding the power which corporate management and control has over the economic position of the prospective or actual security holder. (...) Even the legal material, which is exceedingly scant, becomes so meaningless as hardly to justify citation, since almost without exception it ignores the central function of the public market, save to recognize its existence as a means by which securities can be converted into cash.” in A. A. BERLE – G. C. MEANS, *The Modern Corporation & Private Property* (1932), New Brunswick, Transaction Publishers, 1991, p. 255.

designar o uso indevido de informação privilegiada, para se fazer referência à expressão em português própria da Lei 6.385.

A mecânica do *insider trading*, tal como prevista na Lei 6.385 com a recente alteração promovida pela Lei 13.506 de novembro de 2017, considera a seguinte situação: (i) o uso de informação relevante, capaz de influenciar, para mais ou para menos, a cotação dos valores mobiliários de uma companhia, caso a mesma se torne de conhecimento público (como, por exemplo, é o caso da informação recebida por administrador da companhia sobre a confirmação de novo negócio que favorecerá a geração de lucros futuros pela companhia); (ii) o fato da informação não ser de conhecimento do público, estando restrita ao conhecimento interno da companhia (ou, no limite, no conhecimento interno da companhia em conjunto com os terceiros com os quais a companhia fez o negócio capaz de influenciar a cotação do valor mobiliário); (iii) haver uso dessa informação por parte de quem a detenha antes do conhecimento do mercado; (iv) o uso da informação trazer vantagem indevida, antecipando-se que a expressão “vantagem indevida”, embora constante do art. 27-D da Lei 6.385, abre margem para discussão sobre o enquadramento de vantagens não pecuniárias dentro do conceito de “vantagem indevida”. Presentes esses requisitos, chega-se a uma situação de uso indevido de informação privilegiada, uso ilícito e tipificado como crime.

O fator confiança, aplicado ao mercado de capitais, requer, portanto, que a informação de conhecimento do detentor do poder da informação ou seja tornada pública ou, se mantida de forma privada no interesse da companhia, não seja utilizada por qualquer um que a ela tenha acesso.

Uma diferenciação básica entre o *insider trading* e o dano informacional é o fato de que a prática do dano informacional não necessariamente implica na presença do detentor da informação não pública fazer uso dessa informação em negócio próprio, elemento necessário de estar presente na caracterização do *insider trading*.

Dano informacional e fraude informacional, portanto, são as duas expressões escolhidas por esta Tese para tratar do seu tema de estudo.

Fraude informacional é a prática de fraude na divulgação de informações pelas companhias abertas ao mercado. Uma decisão de “camuflar” balanços e demais demonstrações financeiras é um exemplo de fraude. Informar informações não verdadeiras, como um número de contratos que trazem receita para a companhia em montante superior ao real, é outro exemplo que pode ser lembrado, assim como é o caso do banco que informa a existência de contratos de crédito em montante superior ao verdadeiro, ou o exemplo da incorporadora imobiliária que informa venda de imóveis não existentes e da empresa exploradora de petróleo que atesta ter reservas de petróleo em quantidade distinta da verificável. Toda vez em que uma informação falsa é divulgada ao mercado, se está diante de uma situação de fraude informacional.

A fraude informacional também estará presente toda vez em que uma informação for erroneamente divulgada ao mercado ou houver omissão de divulgação de informação que deva ser divulgada ao mercado. O conceito de fraude informacional, para os fins perseguidos por esta Tese, inclui o emprego de qualquer artifício ardiloso com o propósito de divulgar informações não verdadeiras ao mercado e, assim, condicionar a percepção do mercado sobre a companhia em patamares distintos da realidade. A não divulgação ardilosa e deliberada insere-se nesse conceito.

Ou seja, artifício ardiloso é o meio que produz uma percepção errônea do mercado sobre a situação da companhia e de seus valores mobiliários. O artifício ardiloso pode ser praticado de diversas formas, como com a realização de afirmações falsas sobre os negócios da companhia, a divulgação de números errados em balanços e demonstrações financeiras ou, para se utilizar de uma expressão própria da Regra 10b 5 do Direito americano, melhor analisada em capítulo próprio, qualquer prática ou qualquer ato ou negócio que opere como fraude ou ato enganoso perante qualquer pessoa.

A omissão de informação, como dito, também é hipótese de fraude. É que o mercado está condicionado com base em todas as informações já divulgadas. Uma informação verdadeira não divulgada pode produzir o mesmo efeito que uma informação falsa divulgada, qual seja, condicionar o mercado a aplicar às cotações dos valores mobiliários de emissão da companhia premissas valorativas que não guardam correlação com a informação omitida.

Diversos motivos podem levar uma companhia a praticar fraude informacional ainda que seus administradores e controladores não estejam a negociar valores mobiliários nesse cenário em que o mercado foi provido e opera com base em informações falsas, ainda que se chegue na situação dramática da companhia divulgar resultados extremamente positivos, embora inexistentes, e que levam a companhia a incorrer em obrigações tributárias decorrentes, como o pagamento do imposto de renda por exemplo.

Em regra, a prática da fraude informacional sem benefícios concretos para a companhia ou seus administradores deve ser analisada pelo seu caráter instrumental para que a situação da companhia perante terceiros continue a ser vista como vitoriosa e não em declínio. Ou para simplesmente ludibriar terceiros.

Uma companhia que tenha emitido títulos de dívida com cláusula de vencimento antecipado caso a receita recue para níveis menores pode praticar a fraude informacional para demonstrar resultados maiores que os reais, o que, embora não traga um ganho direto financeiro, impede fraudulentamente que os credores declarem a dívida vencida antecipadamente.

Da mesma forma que instituições financeiras que tenham que atingir determinados patamares entre recursos emprestados e patrimônio próprio para fins de atingimento do índice da Basileia poderão estar envolvidas em fraude informacional para não serem impedidas de continuar a atuar.

Divulgações de resultados com fraude informacional também servem ao propósito de que a companhia apresente ao mercado uma situação favorável que, indiretamente, tornará mais fácil a realização dos seus negócios.

Alguns poderiam dizer que se faz necessário debruçar o olhar sobre o elemento dolo, a intenção de enganar, de se utilizar de artificios ardilosos para fins de responsabilização dos praticantes de fraude informacional. Para fins de reparação civil do lesado, defende-se que não. Basta a informação falsa que atenta contra a integridade informativa do mercado. Trazer o elemento dolo é dificultar a reparação. E facilitar a reparação é o tipo de pensamento que, ao mesmo tempo, facilita a reparação e estimula pessoas a investirem no mercado de capitais.

Regras explícitas vedando a prática de artifícios ardilosos na comunicação de informações por parte das companhias abertas podem e devem existir. O seu emprego em situações de responsabilização será útil em situações nas quais a responsabilidade penal e administrativa do praticante for analisada.

O dano informacional, outra expressão utilizada por esta Tese e que foi colocada em seu título, é o dano que decorre de uma fraude informacional. O resultado patrimonial negativo para aqueles que, com base na fraude informacional, realizaram compras ou vendas de valores mobiliários emitidos pela companhia.

O dano informacional merece algum destaque maior que a fraude informacional por causa dos seus efeitos. Nenhum dano informacional é exclusivo do lesado, algo que poderia ser resolvido com a aplicação exclusiva de regras de Direito Privado.

Danos informacionais suportados por alguns trazem danos reputacionais para o mercado como um todo, desfavorecendo os patamares de confiança que se espera que estejam presentes em nível elevado. Uma companhia que pratica dano informacional traz resultados negativos para todas as companhias abertas que possuem valores mobiliários negociados no mesmo mercado. Ou seja, o dano informacional correlato aos valores mobiliários de uma companhia afeta negativamente a ideia de integridade do mercado como um todo.

Dano informacional, portanto, não é um jogo de soma zero. Primeiro, porque não necessariamente há relação entre o ganho do fraudador e a perda do lesado. Segundo, como já mencionado, é o fato de que a perda reputacional para todo o mercado torna a perda superior a um eventual ganho do praticante da fraude.

Presente uma situação de fraude informacional e realizado um negócio de compra ou venda de valor mobiliário que traga perda para uma das partes e tenha sido baseado na informação fraudada, há dano informacional passível de indenização (ou cuja indenização é necessária para fins de preservação da confiança no mercado).

Mas como há danos diretos e indiretos decorrentes da fraude, pode-se perceber que o assunto não pode ser tratado de forma atomística, como se pudesse ser reparado somente com regras de Direito Privado, sem envolver regra de Direito Público, ou vice-versa.

Aspectos de Direito Privado e de Direito Público estão envolvidos com a problemática da fraude informacional. O Direito Privado oferecerá, ou deveria oferecer, caminhos para que o dano informacional suportado seja objeto de reparação civil, reconduzindo o lesado à posição que estava, ou deveria estar, se não houvesse fraude informacional.

Aspectos de Direito Público envolvem a atuação do órgão regulador do mercado de capitais e do Ministério Público para fins de aplicação de sanções administrativas e persecução criminal quando a fraude informacional é tipificada como crime.

O dano reputacional ao mercado atinge *incertam personam*. A disciplina legal da divulgação de informações existe para tutelar o mercado. A disciplina legal de reparação de dano informacional existe para tutelar o investidor particular lesado efetivamente pela fraude informacional. Disciplina legal da divulgação de informações tem por objetivo proporcionar a *correttezza* da cotação.

O cuidado com o tema é não trata-lo de forma atomística, como já lembrado, com base na experiência italiana por VINCENZO CARIDI, que afirmou que *o tema da informação no mercado de valores mobiliários foi tratado de forma atomística*, isto é, separada em cada uma de suas esferas de responsabilidade (administrativa, civil e penal), quando deveria ter sido tratado de forma harmônica por cada um desses ramos do Direito, *já que a fattispecie danosa requer uma fattispecie normativa própria a uma responsabilidade própria do mercado de valores mobiliários.*⁷

⁷ Cf.: “*Sebbene oggetto di pregevoli studi, il tema della patologia dell’informazione al mercato finanziario e dei relativi rimedi è stato sempre affrontato in maniera atomistica, nel senso che o è stato studiato da singole prospettive (...) Nella nostra dottrina manca, invece, uno sforzo ricostruttivo che, prendendo le mosse dalla specialità della fattispecie dannosa, rifletta sulla possibilità di delineare i contorni di una unitaria fattispecie di responsabilità tipica del mercato finanziario.*” in V. CARIDI, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), pp. xiii-xv.

A falsidade das informações não cria riqueza, destrói. Função estimulante do Direito não está presente no tema. Dissuasão e repressão sim. Custo social não está dentro do conceito de reparação civil. Para PAOLO GIUDICI, *a presença de um custo social difuso e não mensurável está relacionada com a opinião que uma comunidade terá, ou atribuirá, a uma determinada conduta*.⁸ Práticas de fraude informacional levam a comunidade a ter opinião de que o investimento no mercado de capitais não é seguro.

Como explica VINCENZO CARIDI, *o dano que se produz como consequência de uma informação falsa ou inexata difundida no mercado assume, em outras palavras, a semelhança de um dano bifronte, pois, de um lado, representa uma lesão ao interesse público presente no ideal de formação correta das cotações do mercado e, de outro, como lesão ao interesse particular do investidor lesado, que também acreditava no correto funcionamento do mercado* (e cujo interesse lesado por fraude informacional significa uma lesão ao funcionamento correto do mercado).⁹

O remédio, ou remédios, a serem oferecidos pelo Direito para prevenir, dissuadir e reparar as situações de fraude e dano informacionais devem considerar a necessidade de combater os efeitos da fraude e dano informacionais conforme cada uma dessas perspectivas mencionadas.

Ou, como disse PAOLO GIUDICI, *encarar as normas jurídicas aplicáveis ao mercado de capitais como uma plataforma de incentivos e desincentivos potencialmente capazes de regular o comportamento dos agentes privados em função de um bem estar*

⁸ Cf.: “La presenza di un costo sociale diffuso e non misurabile è un fattore – si osserva – che non può evitare di tener conto del disvalore che una certa comunità attribuisce a una determinata condotta: tale disvalore, rilevante ai fini del benessere sociale, non può essere realisticamente misurato in termini empirici; il suo calcolo, necessariamente, tende a dissolversi nell’aggregazione dei giudizi intuitivi (anche morali) della comunità interessata nei confronti di quella condotta.” in P. GIUDICI, *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, p. 77.

⁹ Cf.: “Il danno che si produce per effetto di una informazione falsa o inesatta diffusa al mercato finanziario assume, in altri termini, le sembianze di un danno bifronte, presentandosi, da un lato ed in via diretta, come danno al mercato, ossia come lesione dell’interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di corretta formazione dei prezzi, e, dall’altro e contemporaneamente, sebbene in via indiretta, come lesione del diritto di ogni singolo investitore di poter fare affidamento nel corretto funzionamento del mercato.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), p. 132.

social.¹⁰ Afinal, há interesse para a economia dos países em manterem mercados de capitais desenvolvidos em função dos benefícios que geram para as economias nacionais.

Mercados de capitais existem porque o elemento reputação é forte. Participantes do mercado realizam compra e venda de ações com base na premissa de que as ações estão sendo negociadas com base em preços e informações que, em tese e, ao menos na crença própria dos participantes do mercado, devem refletir informações verdadeiras e completas sobre a companhia e os valores mobiliários por ela emitidos.

Dessa forma, a divulgação de informações falsas e a negociação de ações com base nessas informações ocasionam um sentimento de desconfiança que ataca um dos pilares da existência do mercado de capitais, qual seja, a confiança que faz com que pessoas desejem adquirir ações e direcionar seus recursos para investimentos no mercado de capitais.

É por isso que JOHN C. COFFEE afirma que *a punição para aqueles que divulgam informações falsas deve ser igual ao dano social por eles causado, dano esse que não engloba apenas os investidores vítimas, mas sim todo o mercado, como ocorre com o aumento do custo de captação de capital pelas companhias. Quando há crises de confiança, tal como ocorreu nos casos da Enron e WorldCom, investidores perdem a confiança no mercado e passam a exigir maiores retornos de capital de forma a contrabalancear a perda de confiança experimentada. E quando o custo de capital aumenta, o Produto Interno Bruto declina ou estagna, com reflexos no desemprego*. Por essas razões, o citado autor afirma que *não apenas os investidores perdem, cidadãos (não investidores) experimentam uma perda decorrente do dano causado ao mercado*.¹¹

¹⁰ Cf.: “Da entrambi gli angoli visuali, oggetto di attenzione è il sistema giuridico come piattaforma de incentivi e disincentivi potenzialmente capace di regolare il comportamento dei privati in funzione del benessere sociale.” in *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari cit.* (nota 8 supra), p. 7.

¹¹ Cf.: “Thus, some economists argue that, to truly deter, the expected penalty should equal the expected social harm. Yet, this in turn raises an even more perplexing question: what is the overall social harm in securities fraud? How should it be measured? Here, one school of thought tends to view the harm as simply the loss to the victimized investors, which loss is more or less counterbalanced by the gains received by the usually equally innocent investors on the other side of these transactions. But this is overly narrow and myopic accounting. The deeper problem in securities fraud is the impact of fraud on investor confidence and thus the cost of equity capital. Here, it is impossible to quantify the impact of any individual scandal, but clearly the cumulative impact of Enron, WorldCom and a host of other scandals in the 2000 to 2002 era made stockholders wary, chilled the initial public offering market, and caused investors to demand a higher return based on the perceived higher risks – in short, the cost of capital went up. When the cost of capital rises, the economy as a whole suffers, as Gross National Product declines or stagnates and unemployment may increase. As a result, not only investors,

O objetivo perseguido por esta Tese, portanto, é um avançar do Direito Comercial para tratar dos temas da fraude e dano informacionais, sendo esses temas correlatos ao que se denominou como poder de informação dentro das companhias abertas.

Como linhas finais deste capítulo introdutório, algumas observações merecem ser feitas sobre o propósito de uma tese de doutoramento em uma universidade pública.

UMBERTO ECO¹², conforme lembrado por EDUARDO MARCHI¹³, explica que *uma tese de doutorado é aquela que se constitui em um trabalho original que faz avançar a disciplina a que se dedica*. Em uma universidade pública, entende-se que essa afirmativa deve ser cuidadosamente observada. É que, além de guardar a preocupação com o avançar da ciência, a tese jurídica feita em uma universidade pública, especialmente protegida (porque tem sua autonomia didático-científica, administrativa e de gestão financeira e patrimonial asseguradas) e regulada (porque à universidade pública se determina que obedeça ao princípio de indissociabilidade entre ensino, pesquisa e extensão) pela Constituição Federal (art. 207), deve procurar um avançar do seu tema de estudo que, preferencialmente, resulte em benefícios para a população que, direta ou indiretamente, provê os recursos necessários para as atividades da universidade pública.

Aplicado ao tema de estudo deste Tese, pretende-se fazer avançar a disciplina do combate ao dano informacional através de sugestões de melhoria no Direito

but citizens throughout society experience a loss. In addition, fundamental misallocations of resources may result because of what might best be termed a “contagion effect.” That is, companies in the same industry may feel compelled to copy the accounting tricks of an industry leader, lest their stock price fall far behind and they become a takeover target. Other firms may simply abandon a market or industry in the belief that they cannot effectively compete with the seemingly dominant competitor (who is in fact using crooked accounting). Considerable evidence suggests that Enron and WorldCom had this impact on other firms within their respective industries. Given this possibility of broader social harm and economic misallocation, the radical reform of abolishing corporate liability seems an overly risky step, but the cost of enterprise liability to shareholders can be reduced by shifting the incidence of damages to agent/managers, while leaving the corporation liable for the residual amount.” in *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, s.l., 2006, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=893833> [24-10-2015], pp. 42-43.

¹² Cf.: *Come se fa una tesi di laurea*, Milão, Fabbri-Bompiani, 1977 (trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza, *Como se faz uma Tese*, São Paulo, Perspectiva, 1989, p.2).

¹³ Cf.: *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)*, Lecce, Edizione del Grifo, 2001, p. 28.

nacional, concluídas a partir de sua contraposição ao Direito Comparado naquilo em que o Direito Comparado faz para coibir condutas indesejadas (práticas de fraude e danos informacionais) e dar suporte para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, necessário para o próprio desenvolvimento econômico do Brasil.

É por isso que esta Tese analisa os seus temas de estudo e explicita os pontos em que o Direito Comparado oferece tratamento mais sofisticado que o nacional. Espera-se que essa forma de agir auxilie no entendimento do tema com base no conceito de “ordem”, tal como exposto por GOFFREDO DA SILVA TELLES JUNIOR. O conceito de ordem, tal como por ele apresentado, não está, apenas, relacionado à imperatividade do Direito, como fonte determinante de comportamentos obrigatórios. Diz o professor de Direito mencionado, *partindo do exemplo dos livros de uma biblioteca que estão dispostos de uma determinada maneira para facilitar a sua localização, colocados dessa forma para se atingir esse objetivo, que toda ordem é uma disposição, mas não uma disposição qualquer, é uma certa disposição conveniente de coisas, sendo que a disposição só pode ser considerada conveniente quando alcança o fim em razão do qual ela é dada às coisas.*¹⁴

Com base nesse conceito é que esta Tese tem por meta demonstrar como as normas jurídicas podem ser *colocadas em ordem* para que se atinja o objetivo de disciplinar o poder da informação, dissuadindo a prática de fraude informacional e facilitando a reparação do dano informacional.

É o que se pretende demonstrar, começando pela explicação necessária sobre as premissas e metodologia utilizadas por esta Tese. .

¹⁴ Cf.: G. DA SILVA TELLES JUNIOR, *Iniciação na Ciência do Direito*, 1ª edição, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 3-5.

Capítulo 11. Conclusões

Como visto com o exame do Direito Comparado, não houve timidez por parte do legislador estrangeiro em reconhecer a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do país e a correlata necessidade de que as informações das companhias estivessem regidas por uma disciplina que assegurasse tanto a sua divulgação quanto a punição decorrente da não divulgação ou divulgação fraudada.

A partir da positivação de regras explícitas com esses fundamentos, é possível se falar em um incremento para o trabalho da doutrina que se dedicará ao tema e uma facilitação da revisão judicial de condutas que envolvam alegações de fraude informacional ou de dano informacional.

A integridade das informações existentes no mercado é um valor a ser considerado quando dessa análise judicial que irá rever condutas alegadas como causadoras de dano informacional. Com esse ponto de vista, torna-se possível ter critério balizador da atuação do Judiciário ou do órgão regulador do mercado de capitais contra condutas de fraude informacional. Do contrário, portas estarão sendo abertas para meios de defesa dos praticantes da fraude informacional.

O exame do Direito Comparado traz exemplos que desde já podem auxiliar a eventual mudança legislativa brasileira para o fim de combater a fraude informacional: a responsabilidade severa dos praticantes da fraude informacional e tendente a proteger os interesses do investidor lesado.

Não se viu, em nenhum dos ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados, nenhuma dúvida ou posição do Direito contrária à preservação da integridade do mercado. Ao contrário, foi feita opção clara no sentido de punir os praticantes de fraude informacional e reparar o dano sofrido. Essa tomada de posição tem como outro efeito dissuadir eventuais praticantes do ilícito baseado na fraude na divulgação de informações pela companhia.

Como sugestões para o avanço legislativo do tema no Brasil, sugerem-se mudanças legislativas que:

(a) reconheçam explicitamente o direito dos acionistas e investidores em valores mobiliários receberem informações fidedignas por parte dos emissores, permitindo-lhes confiar na integridade das informações disponíveis;

(b) coloquem, também expressamente, a prática de qualquer artifício ardiloso, a realização de afirmações falsas sobre fatos relevantes correlatos à companhia ou qualquer ato de fraude na produção e divulgação de informações como condutas ilícitas per si e ensejadoras do dever de reparar danos sofridos em consequência. Essa regra deveria ser escrita com o cuidado de se referir tanto ao momento em que a companhia faz sua primeira oferta como companhia aberta e também nos momentos posteriores nos quais a divulgação de informações alimenta negócios entre terceiros sem envolver a companhia. Com a criação de uma regra de responsabilidade, traz-se uma aproximação da ideia de reparação para o lesado e o julgador encarregado de analisar um pleito reparatório correlato a um dano informacional; e

(c) tipifiquem a fraude informacional como crime do mercado de capitais nas hipóteses em que trazer dano informacional, sem estar vinculada como meio para a prática de outros crimes.

O Direito Comparado trouxe elementos para demonstrar como sua forma de lidar com o tema da fraude informacional poderia ser feita no Brasil, afinal, todos os exemplos trazidos comportam aplicação (replicação) no Brasil.

Essas mudanças permitirão um maior combate à fraude e danos informacionais, contribuindo para uma melhoria na infraestrutura legal de funcionamento do mercado de capitais e, por consequência, com o seu desenvolvimento. Ou para colocar o assunto “em ordem”, para se fazer uso da expressão de GOFFREDO DA SILVA TELLES JR. apresentada no Capítulo 1 desta Tese.

Bibliografia

AKERLOF, George Arthur, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3 (Agosto 1970).

ALLEN, William T. e KRAAKMAN, Reinier, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Nova Iorque, Aspen Publishers, 2003, pp. 1-654.

ALONSO, Leonardo, *Crimes contra o Mercado de Capitais*, Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009, pp. 7-148.

ALVES, José Carlos Moreira, *Direito Romano*, 15ª edição, Rio de Janeiro, Forense, 2012, pp. 1-822.

AMATO, Cristina, *Affidamento e Responsabilità*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. 1-225.

ANDÒ, Biagio, *Il Problema della Responsabilità delle Autorità di Vigilanza sui Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, pp. xi-203.

BARCELLONA, Mario, *Mercato Mobiliare e Tutela del Risparmio – L’Intermediazione Finanziaria e le Responsabilità di Banche e Consob*, Milão, Giuffrè, 2009, pp. 1-151.

BEBCHUK, Lucian A. e FRIED, Jesse, *Payment without Performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2006, pp. 1-256.

BEBCHUK, Lucian A. e ROE, Mark J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, in GORDON, Jeffrey N. e ROE, Mark J. (org.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, pp. 74-75.

BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation & Private Property* (1932), New Brunswick, Transaction Publishers, 1991, pp. xli-313.

BERLIN, Isaiah, *The Hedgehog and the Fox: An Essay on Tolstoy's View of History*, 2^a ed., Princeton, Princeton University Press, 2013.

BLACK, Bernard, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Review* 48 (2001).

BOBBIO, Norberto, *Dalla Struttura all Funzione*, Milão, Edizione di Comunità, 1984, pp. 13-274.

BRANDEIS, Louis D., *Other People's Money – and how banks use it*, Nova Iorque, Frederick A. Stones Company, 1914, pp. 1-223.

BRANCO, Sofia Ribeiro, *O Direito dos Acionistas à Informação*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 9-480.

BRUTTI, Nicola, *Responsabilità Civile e Attori Secondari – Il Caso della Scheme Liability tra Esperienza Statuttense e Dibattito Europeo*, Milão, Giuffrè, 2012, pp.1-277.

CARIDI, Vincenzo, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. xiii-331.

CAVALI, Marcelo Costenaro, *Fundamento e Limites da Repressão Penal da Manipulação do Mercado de Capitais: uma Análise a partir do Bem Jurídico da Capacidade Funcional Alocativa do Mercado*, Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, pp. 23-330.

CHOI, Steven e PRITCHARD, Adam C., *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review* 56, n° 1 (2003).

CHOPER, Jesse H., COFFEE, Jr., John C. e GILSON, Ronald, *Cases and Materials on Corporations*, 8^a ed., Nova Iorque, Wolters Kluwer Law & Business, 2013, pp. 1-1123.

CLERICO, Giuseppe, *Mercado e Stato – Modi d' essere dell' intervento pubblico nell'economia*, Milão, Giuffrè, 2015, pp. 1-145.

COATES IV, John C., *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review* 89 (2001).

COFFEE, JOHN C., *A Theory of Corporate Scandals – Why the U.S. and Europe Differ*, Nova Iorque, 2005, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=694581> [10-04-2006].

_____ *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, Nova Iorque, 2001, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=257613> [25-05-2016].

_____ *Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets*, Nova Iorque, 2009, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=1372194> [14-11-2015].

_____ *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, Nova Iorque, 2007, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=967482> [25-05-2016].

_____ *Entrepreneurial Litigation – Its Rise, Fall and Decline*, Cambridge, Harvard University Press, 2015, pp. 1-296.

_____ *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 1-376.

_____ *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, s.l., 2006, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=893833> [24-10-2015].

_____ *The Modern Market for Corporate Charters: Competition, Collusion, and the Future in The Direction Of Corporate Law: The Scholars' Perspective in Delaware Journal of Corporate Law* 25, n. 1, (2000).

_____ *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, in *Columbia Law Review*, vol. 89, n.º. 7 (Novembro, 1989).

_____ *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Nova Iorque, 2003, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=373581> [14-10-2004].

COFFEE, John C. e SELIGMAN, Joel, *Securities Regulation*, 9ª. ed., Nova Iorque, Foundation Press, 2003, pp. 1-1615.

COPERNICUS, Nicolaus, *Monete Cudende Ratio*, anterior a abril de 1526, trad. ingl. de E. ROSEN, *Essay on the Coinage of Money (1526)*, s.l., s.d., disponível [on-line] in <http://copernicus.torun.pl/en/archives/money/4/?view=transkrypcja&lang=en> [09-06-2016].

CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes, *Da Boa-Fé no Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 17-1299.

DIAS, Luciana Pires *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários – Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da U.S.P., São Paulo, 2014, pp. 9-272.

DRAGO, Diogo, *O Poder da Informação dos Sócios nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 17-368.

EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, pp. 1-352.

ECO, Umberto, *Come se fa una tesi di laurea*, Milão, Fabbri-Bompiani, 1977 (trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza, *Como se faz uma Tese*, São Paulo, Perspectiva, 1989, p.1-170.)

FAMA, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, vol. 25, nº. 2, (Maio, 1970).

_____ *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, vol. XLVI, nº. 5 (Dezembro, 1991).

_____ *Efficient Capital Markets: Reply*, in *The Journal of Finance*, vol. 31, nº. 1 (Março 1976).

FAMA, Eugene F. e LAFFER, Arthur B., *Information and Capital Markets*, in *The Journal of Business*, vol. 44, nº. 3 (Jul., 1971).

FERRAZ JR., Tercio Sampaio, *Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2001, pp. 21-354.

FIORI, Giovanni, *Corporate Governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Milão, Giuffrè, 2003, pp. 1-131.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Acionista Controlador – Impedimento de Direito de Voto*, in RDM 125 (2002).

Apontamentos sobre a Invalidade das Deliberações conexas das Companhias, in RDM 112 (1998).

Conflitos de Interesses: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM sobre a Questão, in RDM 128 (2002).

Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A., São Paulo, Malheiros, 1993, pp. 13-101.

Empresa, Empresário e Estabelecimento. A Nova Disciplina das Sociedades, in *Revista do Advogado*, n. 71, São Paulo, AASP, 2003, pp. 15-25.

Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A e outros escrito sobre o tema da invalidade das deliberações sociais, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2017, pp. 15-273.

Invalidade das Deliberações Sociais, in *Revista do Advogado*, n. 71, São Paulo, AASP, 2003, pp. 48-57.

Legitimação do Sócio da Sociedade Controladora para Pleitear a Anulação de Assembleia da Controlada Subsidiária Integral, in RDM 129 (2003).

FLETCHER, George P. e SHEPPARD, Steve, *American Law in a Global Context – The Basics*, Nova Iorque, Oxford University Press, 2005, pp. 3-648.

GILOTTA, Sergio, *Trasparenza e Riservatezza nelle Società Quotate*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. xi-177.

GILSON, Ronald e KRAAKMAN, Reinier, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 70, (1984).

GIUDICI, Paolo, *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, pp. xvii-445.

GOMES, Orlando, *Introdução ao Direito Civil*, 13ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1998, pp. xxiii-519.

GRAU, Eros, *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/ Aplicação do Direito*, São Paulo, Malheiros, 2002, pp. 15-215.

GRINOVER, Ada Pellegrini *et al.*, *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto*, 5ª ed., Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2000, pp. 1-818.

LAFER, Celso, *A Reconstrução dos Direitos Humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*, São Paulo, Companhia das Letras, 1988.

MARCHI, Eduardo Cesar Silveira, *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)*, Lecce, Edizione del Grifo, 2001, pp. 9-320.

MARTINEZ, Ana Paula, *Repressão a Cartéis: Interface entre Direito Administrativo e Direito Penal*, São Paulo, Singular, 2013, pp. 25-362.

MARTINS-COSTA, Judith, *A Boa-Fé no Direito Privado*, 1ª ed., São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1999, pp. 7-518.

MATURANA, Humberto e VARELA, Francisco J., *De Maquinas Y Seres Vivos*, s.l., Editorial Universitaria, 1972 (trad. inglês de R. S. Cohen e M. W. Wartofsky, *Autopoiesis and Cognition – The Realization of Living*, Dordrecht, D. Reidel Publishing Company, 1980, pp. 78-79.pp. x-139.)

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coimbra, Almedina, 1989, pp.9-649.

MOTTA, Fernando de Andrade, *O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta*, São Paulo, Almedina, 2015, pp. 19-248.

PISTOR, Katharina, Daniel, BERKOWITZ e RICHARD, Jean-Francois, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect*, s.l., novembro/1999, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=183269> [10-04-2015].

PITTA, André Gruspun, *O Regime de Informação das Companhias Abertas*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, pp. 29-383.

REALE, Miguel, *Lições Preliminares de Direito*, 24ª edição, São Paulo, Saraiva, 1998, pp. 1-379.

ROE, Mark J., *Strong Managers, Weak Owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton, Princeton University Press, 1996, pp. xii-287.

ROOVER, Raymond de, *The Rise and Decline of the Medici Bank* (1963), Washington, Beardbooks, 1999, pp. 1-375.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *O Contrato Futuro*, São Paulo, Cultura Editores Associados, 2000, pp. 17-193.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Empresarial Público*, in RDM 112 (1998).

O Novo Direito Societário, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2002, pp. 15-229.

Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado, in RDM 127 (2002).

SARTORI, Filippo, *Informazione Economica e Responsabilità Civile*, Milão, CEDAM, 2011, pp. 1-326.

SCORPANIELLO, Manlio Lubrano di, *Società di Rating – Innovazioni di Governance e Tutela dell’Affidamento*, Milão, Giuffrè, 2016, pp. 1-219.

SILVA, Clóvis V. do Couto e, *A Obrigação como Processo*, 1ª ed., São Paulo, Editora FGV, Rio de Janeiro, 2006, pp. 7-169.

SILVA, Eva Sónia Moreira da, *As Relações entre a Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo): o caso da Indução Negligente em Erro*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 11-386.

_____ *Da Responsabilidade Pré-Contratual por Violação dos Deveres de Informação*, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 11-249.

SZTAJN, Rachel, *O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais*, in RDM 71 (1988).

_____ *Ensaio sobre a Natureza da Empresa – Organização Contemporânea da Atividade*, Tese (Titularidade) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001, pp. 5-259.

_____ *Teoria Jurídica da Empresa: Atividade Empresária e Mercados*, São Paulo, Atlas, 2004, pp. 7-225.

SUNSTEIN, Cass R., JOLLS, Christine e THALER, Richard H., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review* 50 (1998).

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Livraria e Editora Jurídica José Bushatsky, 1979, pp. 3-854.

TELLES JUNIOR, Goffredo da Silva, *Iniciação na Ciência do Direito*, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 3-384.

_____ *Tratado da Conseqüência – Curso de Lógica Formal – com uma dissertação preliminar sobre o conhecimento humano*, 6ª ed., São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003, pp. 1-324.

THALER, Richard H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, Nova Iorque, W. W. Norton & Company - Edição do Kindle, s/d, pp. 3-358.

THALER, Richard H. e SUNSTEIN, Cass R., *Nudge – Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*, New Heaven, 2008, pp. 1-253.

TORRES, Carlos Maria Pinheiro, *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1998, pp. 15-296.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *As Alterações da Legislação Societária e de Mercado de Capitais e suas Implicações quanto à CVM*, in Bulgarelli, Waldirio (org.), *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, São Paulo, Pioneira, 1998, pp. 193-210.

Atividade Mercantil, Ato de Comércio, Mercancia, Matéria de Comércio, Comerciante, in RDM 109 (1998).

Companhia de Capital Aberto – Não Caracterização da Responsabilidade da Sociedade quando da Prática de Atos “Ultra Vires”, com Quebra Direta do Estatuto Social, in RDM 109 (1998).

Curso de Direito Comercial, vol. I, São Paulo, Malheiros, 2004, pp. 29-341.

Curso de Direito Comercial, vol. III, São Paulo, Malheiros, 2008, pp. 43-758.

Governança Corporativa no Mercado de Capitais – As Antilições da Petrobrás, in ReDE – Revista de Direito Empresarial, vol. 9 (2015).

Responsabilidade Civil do Estado – Banco Central do Brasil – Falta de Cumprimento do Serviço de Fiscalização em Instituição Financeira – Inocorrência da Responsabilidade, in RDM 103 (1996).

Responsabilidade Civil Especial nas Instituições Financeiras e nos Consórcios em liquidação Extrajudicial (um estudo “de iure constituto” e “de lege referenda”), São Paulo, Revista dos Tribunais, 1993, pp. 11-223.

Os “Segredos” da Arbitragem – Para empresários que não sabem nada (e para advogados que sabem pouco), São Paulo, Saraiva, 2013, pp. 17-112.

Sociedade Anônima – Companhia Fechada – Eleição de Diretoria – Derrogação das normas contidas em Acordo de Acionistas para o preenchimento de cargos de administração – Inadmissibilidade, in RDM 96 (1994).

Sísifo e o processo administrativo sancionador do BCB e CVM (Tem ladeira em que somente se sobe), 01.12.2017, disponível [on-line] in <http://www.migalhas.com.br> [13-12-2017].

VIVANTE, Cesare, *Trattato di Diritto Commerciale*, 5ª ed., Milão, Dott. Francesco Vallardi, 1922, pp. 1-351.

ZAMPERETTI, Giorgio Maria, *Il Dovero di Informazione degli Amministratori nella Governance della Società per Azioni*, Milão, Giuffrè, 2005, pp. 1-371.