

**XXIV CONGRESSO NACIONAL DO
CONPEDI - UFMG/FUMEC/DOM
HELDER CÂMARA**

DIREITO EMPRESARIAL I

ELOY P. LEMOS JUNIOR

MARIA DE FATIMA RIBEIRO

MARCELO ANDRADE FÉRES

Todos os direitos reservados e protegidos.

Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – Conpedi

Presidente - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS

Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM

Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR

Vice-presidente Norte/Centro - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP

Secretário Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC

Secretário Adjunto - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

Conselho Fiscal

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR

Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP

Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini Sanches - UNINOVE

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)

Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

Representante Discente - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

Secretarias

Diretor de Informática - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC

Diretor de Relações com a Graduação - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borgs – UFU

Diretor de Relações Internacionais - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC

Diretora de Apoio Institucional - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC

Diretor de Educação Jurídica - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM

Diretoras de Eventos - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA

Diretor de Apoio Interinstitucional - Prof. Dr. Vladimir Oliveira da Silveira – UNINOVE

D598

Direito empresarial I [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/UFMG/ FUMEC/Dom Helder Câmara;

coordenadores: Eloy P. Lemos Junior, Maria De Fatima Ribeiro, Marcelo Andrade Féres – Florianópolis: CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-85-5505-103-6

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: DIREITO E POLÍTICA: da vulnerabilidade à sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. 2. Empresas – Legislação. I. Congresso Nacional do CONPEDI - UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara (25. : 2015 : Belo Horizonte, MG).

CDU: 34



XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC /DOM HELDER CÂMARA

DIREITO EMPRESARIAL I

Apresentação

APRESENTAÇÃO

Os artigos publicados foram apresentados no Grupo de Trabalho de Direito Empresarial I, durante o XXIV CONGRESSO DO CONPEDI realizado em Belo Horizonte - MG, entre os dias 11 e 14 de novembro de 2015, em parceria com os Programas de Pós-graduação em Direito da UFMG, Universidade FUMEC e Escola Superior Dom Helder Câmara, todos localizados na cidade sede.

Os trabalhos apresentados propiciaram importante debate, em que profissionais e acadêmicos puderam interagir em torno de questões teóricas e práticas considerando o momento econômico e político da sociedade brasileira, em torno da temática central - Direito e Política: da Vulnerabilidade à Sustentabilidade. Referida temática foi pensada para se refletir sobre a pobreza e a forma como essa condição vulnera a luta e o usufruto de direitos.

Na presente coletânea encontram-se os resultados de pesquisas desenvolvidas em diversos Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos rigorosamente selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento da área jurídica e afim. Os temas apresentados do 9º GT foram agrupados por similitudes envolvendo o direito falimentar e recuperação judicial das empresas, Lei Anticorrupção, a Desconsideração da Personalidade Jurídica, assuntos relacionados à Responsabilidade Civil dos administradores, além da temática relacionada ao mercado de valores mobiliários. A doutrina dessa nova empresarialidade demonstra que a atividade empresarial deve se pautar, entre outros aspectos, em princípios éticos, de boa-fé e na responsabilidade social.

Os 28 artigos, ora publicados, guardam sintonia, direta ou indiretamente, com o Direito Constitucional, Direito Civil, Direito do Trabalho, na medida em que abordam itens ligados à responsabilidade de gestores, acionistas e controladores, de um lado, e da empresa propriamente de outro. Resgata, desta forma, os debates nos campos do direito e áreas específicas, entre elas a economia. Os debates deixaram em evidência que na

recuperação de empresas no Brasil há necessidade de maior discussão sobre o tratamento adequado dos débitos tributários. De igual modo, de forma contextualizada há a observância do compromisso estabelecido com a interdisciplinaridade.

Todas as publicações reforçam ainda mais a concretude do Direito Empresarial, fortalecendo-o como nova disciplina no currículo do curso de graduação e as constantes ofertas de cursos de especialização e de *stricto sensu* em direito.

O CONPEDI, com as publicações dos Anais dos Encontros e dos Congressos, mantendo sua proposta editorial redimensionada, apresenta semestralmente os volumes temáticos, com o objetivo de disseminar, de forma sistematizada, os artigos científicos que resultam dos eventos que organiza, mantendo a qualidade das publicações e reforçando o intercâmbio de idéias, com vistas ao desenvolvimento e ao crescimento econômico, considerando também a realidade econômica e financeira internacional que estamos vivenciando, com possibilidades abertas para discussões e ensaios futuros.

Espera-se, que com a presente publicação contribuir para o avanço das discussões doutrinárias, jurídicas e econômicas sobre os temas abordados.

Convidamos os leitores para a leitura e reflexão crítica sobre a temática desta Coletânea e seus valores agregados.

Nesse sentido, cumprimentamos o CONPEDI pela feliz iniciativa para a publicação da presente obra e ao mesmo tempo agradecemos os autores dos trabalhos selecionados e aqui publicados, que consideraram a atualidade e importância dos temas para seus estudos.

Profa. Dra. Maria de Fátima Ribeiro - Unimar

Prof. Dr. Eloy Pereira Lemos Junior - Itaúna

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres - UFMG

Coordenadores

A REGULAÇÃO PELA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

THE REGULATION BY INFORMATION UNDER THE SECURITIES MARKET

Felipe Augusto Cury
Leilani Dian Mendes

Resumo

O mercado de capitais no âmbito do sistema financeiro apresenta-se como um instrumento capaz de definir e aumentar a eficiência da alocação de bens e recursos entre poupadores e investidores em uma sociedade. Não obstante, o mercado é passível de falhas, necessitando, portanto, da intervenção estatal para corrigir eventuais falhas. Dentre as falhas mais comuns apresentadas no mercado de capitais, destaca-se a assimetria de informações, que basicamente consiste na falta de plena informação para todos os agentes participantes do mercado acionário. Neste cenário, o Estado elegeu o regime de divulgação de informações para nortear e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, objetivando corrigir as assimetrias de informações decorrentes, sendo o modelo adotado por inúmeros países atualmente. Deste modo é importante compreender os motivos pelos quais levaram o Estado a primeiramente intervir nos mercados por meio da regulação e os motivos pelos quais levaram a adoção do regime de divulgação obrigatória de informações como pedra angular do mercado de valores mobiliários, analisando os aspectos positivos e negativos que justificam tal regime.

Palavras-chave: Informação, Mercado de valores mobiliários, Regulação

Abstract/Resumen/Résumé

The capital market within the financial system is considered to be an instrument capable of defining and raising the efficiency of the allocation of goods and funds between savers and investors in a society. Nevertheless, the market is subject to failures demanding, therefore, State intervention in order to rectify such failures. Among the common failures presented in the securities market stands out information asymmetry that basically consists of the absence of the entire information for all the agents that take part in the capital market. In this case, the State has elected the mandatory disclosure regime to guide and regulate the securities market aiming to rectify such information asymmetry, it being the model currently adopted by many countries. Therefore it is important to understand the reasons for which the State initially intervened in the markets through regulation and the reasons which led the State to adopt the mandatory disclosure regime as the cornerstone of the securities market, verifying the positive and negative aspects that justify such a regime.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Information, Securities market, Regulation

Introdução

O mercado de valores mobiliários, por meio de intermediações financeiras, possibilita a captação e a alocação de recursos, objetivando promover o desenvolvimento econômico e social.

Não obstante, o mercado é passível de falhas, o que fez surgir a necessidade de intervenção estatal para corrigir eventuais falhas. Diante disso, o Estado ao regular o mercado de valores mobiliários objetiva garantir condições mínimas para que, por meio de regras, haja acesso daqueles que necessitam de recursos e a proteção dos interesses daqueles que dispõe a fornecer tais recursos, ou seja, propiciar um ambiente adequado à formação de capital.

Ante as falhas apresentadas no mercado de capitais, destacamos a assimetria de informações, que basicamente consiste na falta de plena informação para todos os agentes participantes do mercado acionário.

Neste cenário, o Estado elegeu o regime de divulgação de informações para nortear e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, objetivando corrigir as assimetrias de informações decorrentes, sendo o modelo adotado por inúmeros países na atual conjuntura.

O regime de divulgação de informações pioneiramente adotado nos Estados Unidos, inicialmente após a crise de 1929 e reforçado após os escândalos ocorridos em meados de 2000, consagrou-se como um dos principais pilares regulatórios do mercado de valores mobiliários.

O acesso às informações no âmbito do mercado de capitais objetiva a proteção dos investidores, por meio da (i) tomada de decisões conscientes de investidores devidamente informados; e (ii) previsibilidade de preços dos ativos, fortalecendo, portanto, a integridade e eficiência do mercado, dentre outros objetivos.

Deste modo, o objetivo do presente artigo é analisar como foi concebido o processo de regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários e compreender quais os principais aspectos relacionados à regulação do mercado de valores mobiliários pelo regime de divulgação obrigatória de informações.

O presente artigo, em seu primeiro capítulo abordará alguns aspectos históricos referentes aos modelos econômicos adotados, objetivando introduzir e explicar o fenômeno da regulação pelo Estado em determinados mercados, especialmente o mercado de valores mobiliários.

Por sua vez, o segundo capítulo será dedicado à explanação acerca da informação no âmbito do mercado de valores mobiliários, bem como os motivos pelos quais é considerada o pilar regulatório do mercado de valores mobiliários, a partir da adoção do regime de divulgação obrigatória de informações.

O terceiro capítulo objetivará descrever os aspectos positivos e negativos relacionados à regulação por meio da informação no mercado de valores mobiliários.

Por fim, a quarta e última parte resumirá os principais pontos abordados neste artigo.

1. A Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários

A fim de compreender o instituto da regulação no âmbito do mercado de capitais é necessário analisar preliminarmente os fatores que culminaram na intervenção Estatal para a regulação de determinadas atividades econômicas.

Para tanto, é necessário compreender o contexto histórico em que tal instituto foi utilizado, partindo da análise dos modelos econômicos, para posteriormente serem abordadas as explicações concernentes à regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários.

1.1. *A regulação no sistema econômico*

Como bem denota R. Sztajn, a regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica (SZTAJN, 2004, p. 137), em linhas gerais, trata-se de um instrumento pelo qual o Estado, de maneira indireta, intervém na organização das atividades econômicas.

A partir deste conceito mostra-se a importância de analisar as teorias econômicas que culminaram na adoção da regulação para compreender as razões que levaram o Estado, em uma economia capitalista a regular determinadas atividades econômicas, fazendo uma breve análise acerca dos sistemas econômicos.

A teoria econômica clássica surgida em meados do século XVII possui como um de seus precursores Adam Smith, que fomentou o modelo tradicional econômico do livre mercado.

A partir do modelo proposto por A. Smith, determinou-se que o bem-estar econômico de uma determinada nação seria o resultado do comportamento individual de cada agente ao buscar a otimização de seu bem-estar pessoal. Neste sentido, as preferências dos indivíduos seriam mecanismos eficazes de autorregulação das atividades econômicas, consagrando-se pela ideia de “mão invisível” que conduziria as relações econômicas.

Nesta perspectiva, o Estado assume o papel de regular os direitos de propriedade e relações contratuais proporcionando um livre acesso às trocas no âmbito dos mercados, não havendo poder decisório e centralizado por parte deste (PITTA, 2013, pp. 40-43).

Todavia, o sistema econômico clássico mostrou-se insuficiente ante alguns questionamentos que surgiram, isto é, não possuía capacidade de se equilibrar

automaticamente e não abordava as questões sociais decorrentes do pós Revolução Industrial, tornando o arcabouço econômico propício para o surgimento de novas teorias como as de T. Malthus, S. Mill e K. Marx.

Com a presente insatisfação relacionada ao sistema econômico e ante a propositura de novas teorias econômicas, o Estado passa a ser o centro decisório do mercado, objetivando principalmente, mas não exclusivamente (i) sanar as falhas decorrentes do mercado; e (ii) promover os interesses públicos (PITTA, 2013, pp. 40-43).

A partir da modernização da economia, o desenvolvimento do mercado financeiro e a recessão dos países no pós Primeira Guerra Mundial, desenvolveu-se a teoria econômica proposta por J. Keynes.

Este defendia que a estabilidade econômica e o desenvolvimento da economia capitalista dependiam do Estado como ator principal ao estabelecer políticas públicas a serem perseguidas pelos diversos agentes de mercado e não se limitava à atuação individual dos agentes econômicos, sugerindo, portanto, que o interesse público deveria nortear algumas medidas interventivas do Estado na seara econômica, determinando que o Estado fosse reconhecido como ente regulador da economia (PITTA, 2013, pp. 40-43).

A partir deste panorama descrito, envolvendo as teorias econômicas, surgem as teorias clássicas da regulação, especificamente a Escola de Interesse Público e a Escola Neoclássica, a seguir analisadas, predominantemente sob a perspectiva de C. Salomão Filho (SALOMÃO FILHO, 2008, pp. 23-33).

A Escola de Interesse Público apregoa que o principal objetivo da regulação seria a busca pelo bem público, associando o bem público diretamente ao conceito de serviço público, em que a formulação de políticas estaria necessariamente vinculada aos interesses sociais.

Por sua vez, a Escola Neoclássica possui como principal objetivo da regulação a correção das falhas apresentadas pelo mercado¹, rejeitando complemente o viés de interesse público. A partir deste modelo a regulação buscaria reproduzir artificialmente os instrumentos de funcionamento de um mercado, o que se mostrou impossível, uma vez que a criação de

¹ Cf. aponta J. PROENÇA, existem pelo menos 5 (cinco) falhas de mercado, sendo: (i) a rigidez dos fatores de produção; (ii) a assimetria de informações; (iii) a concentração econômica; (iv) a presença de externalidades no mercado; e (v) a falta de incentivo aos bens públicos. PROENÇA, José Marcelo Martins. *Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais – Insider Trading*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004, p. 103-105.

regras de mercados na teoria, nem sempre eram suficientes para resolver os problemas surgidos na prática.

Ante a insuficiência demonstrada por ambos os modelos, surgiu o movimento pela desregulação, alternativa proposta em que o próprio mercado seria apto a efetuar sua regulação, ou seja, a propositura de uma autorregulação.

L. Calabro (2011, p. 67) define autorregulação como:

[...] a capacidade de um organismo de perceber estímulos internos e externos e de estabelecer suas próprias regras de estruturação e funcionamento para responder a esses estímulos da forma que melhor garanta seu equilíbrio.

Não obstante, é importante ressaltar que todos os fundamentos apresentados pelas escolas clássicas são demasiadamente limitados, pois se preocupam com aspectos pontuais da regulação, havendo a necessidade de conjugar os aspectos econômicos e sociais, bem como observar as características de cada setor econômico a ser regulado, para desenhar e implementar a regulação de maneira mais adequada.

A partir desta análise preliminar acerca da regulação no âmbito das atividades econômicas é possível adentrar na questão acerca da regulação do mercado de valores mobiliários.

1.2. A regulação no mercado de valores mobiliários

A elaboração de políticas ou planos de desenvolvimento econômico deveria possuir como objetivo principal a criação de instituições destinadas a aumentar a eficiência do processo de mobilização do excedente econômico, mostrando-se o interesse público em sua manutenção.

O mercado de valores mobiliários no âmbito de sistemas financeiros, baseado em uma economia capitalista, mostra-se como um instrumento capaz de definir e aumentar a eficiência da alocação de bens e recursos entre poupadores e investidores em uma determinada sociedade.

Tais apontamentos sugerem que a primeira função da regulação no mercado de valores mobiliários seria a viabilização de um mercado eficiente para a alocação de recursos entre poupadores e investidores, promovendo o crescimento econômico. Neste sentido, C.

Salomão reforça que a regulação deveria assegurar uma igualdade material entre os agentes que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários, possibilitando como objetivo maior uma efetividade pública por meio da regulação (SALOMÃO FILHO, 2008, pp. 36-37).

Conforme anteriormente salientado, o mercado de valores mobiliários pode apresentar falhas de mercados que eventualmente possam acarretar em custos de transações, bem como outras distorções para seus participantes, sendo necessária, portanto, a intervenção do Estado em sua regulação².

O Estado, portanto, visa garantir condições mínimas para que, por meio do Direito, haja acesso daqueles que necessitam de recursos e a proteção dos interesses que se dispõem a fornecer tais recursos, ou seja, propiciar um ambiente adequado à formação de capital.

Contudo, cumpre ressaltar que a implementação desmedida de regras regulatórias pode implicar em um entrave no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários ante o alto custo envolvido no cumprimento de tais regras.

Ante tal perspectiva, a regulação demonstra ser um instrumento necessário para intermediar os custos e benefícios gerados no âmbito do mercado de valores mobiliários, sendo que a intervenção do Estado apenas se justifica em situações que resultem em prejuízos para alguns dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários.

Deste modo, J. Lorie (*apud* EIZIRIK, 1977, pp. 54-58) destaca os principais objetivos da regulação do mercado de capitais, objetivando promover a competição e um ambiente propício para a operação equitativa e eficiente do mercado:

- (a) a promoção da eficiência na determinação do valor dos títulos negociados, de modo que todas as informações publicamente disponíveis estejam refletidas nos valores das ações;
- (b) a eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado, objetivando a redução dos custos de transação;
- (c) a equidade nas relações dos investidores com seus agentes financeiros, a ser abordada em 4 (quatro) aspectos: (i) nos preços incorridos pelos serviços de

² Neste sentido, R. SZTAJN corrobora que: “(...) na realidade, mercados de concorrência perfeita são poucos, abundando aqueles que há falhas estruturais ou comportamentais, falhas essas que produzem custos de transação, por isso é preciso corrigi-las e um dos mecanismos a que se pode recorrer é a regulação.” (SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº135, 2004, p.137.)

corretagem; (ii) tratamento adequado a cada cliente antes suas respectivas particularidades; (iii) execução de ordens; e (iv) eliminação de conflitos de interesse, sendo este último um dos objetivos mais relevantes da regulação;

(d) o estabelecimento de confiança do público investidor no mercado de valores mobiliários;

(e) evitar a concentração de poder econômico por alguns agentes, inviabilizando as imperfeições no mercado de valores mobiliários que podem incorrer em empecilhos à livre concorrência; e

(f) a adoção de políticas fiscais que propulsione o desenvolvimento e manutenção de um mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, Lorie (*apud* EIZIRIK, 1977, p. 58) destaca mais 4 (quatro) objetivos da regulação sendo: (i) a eliminação do mercado paralelo; (ii) estabelecimento de registros acerca das negociações efetuadas no âmbito do mercado de valores mobiliários; e (iii) criação de novas instituições financeiras, se necessário; e (iv) estabelecimento de um sistema de *disclosure*.

Verifica-se que tais objetivos, podem ser divididos em 2 (dois) tipos de regras (PITTA, 2013, pp. 52-53), sendo (i) requisitos para acesso e manutenção de determinados agentes no mercado de valores mobiliários; e (ii) conduta de tais agentes no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Por fim, considerando a conjuntura de objetivos acima expostos que legitimam a utilização de uma política regulatória pelo mercado de valores mobiliários, é importante compreender a regulação pelo regime de divulgação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários, que a seguir será abordado.

2. A informação e o mercado de valores mobiliários

A informação passou a ser um fenômeno economicamente relevante a partir dos estudos da Escola Austríaca, principalmente pelos trabalhos elaborados por Hayek. Neste contexto, Hayek trouxe três importantes observações no tocante à economia da informação, dentre as quais as informações: (i) podem influenciar as decisões econômicas de determinado agente; (ii) podem variar de indivíduo para indivíduo, não podendo ser consideradas

necessariamente perfeitas ou completas; e (iii) não são igualmente destinadas e apropriadas a todos os agentes.

Tais premissas inovaram a literatura econômica ao demonstrar que as informações eram imperfeitas, diferentemente do que entendia a literatura clássica (DIAS, 2014, pp. 15-18).

A partir das proposituras de Hayek a informação passou a fazer parte de importantes pesquisas na seara econômica, notadamente da Escola de Chicago a partir da década de 1950, dentre os quais se destacaram Stigler e Akerlof.

Desde então, as pesquisas referentes à economia da informação³ passaram a fazer parte de debates econômicos e políticos em diferentes jurisdições, introduzindo-se na área de regulação do mercado financeiro, especialmente, mas não exclusivamente à regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários, mostrando-se um importante tema a ser debatido (DIAS, 2014, pp. 18-20).

2.1. A informação no mercado de valores mobiliários

Como bem ressaltado por G. Stigler, “informação é poder” (STIGLER, 1961, p. 213). A partir desta premissa, a concretização dos objetivos de regulação do mercado de valores mobiliários, conforme anteriormente analisado é efetuada por meio da ampla divulgação de informações dos emissores de valores mobiliários ofertados, sendo considerado o principal instrumento regulatório do mercado de valores mobiliários.

A detenção de informação no âmbito do mercado de valores mobiliários possui uma valoração econômica, uma vez que pode exercer influência sobre o comportamento e processos decisórios dos agentes econômicos participantes, que conseguem, por meio do processamento das informações disponíveis, enumerar suas preferências e racionalizar suas escolhas (PITTA, 2013, pp. 69-70).

Neste contexto, a divulgação de informações insuficientes pode afetar não apenas aos indivíduos tomadores de tais informações, como prejudicar o funcionamento do mercado de valores mobiliários como um todo.

Em determinadas relações jurídicas existe uma relação assimétrica entre as partes, no tocante às informações disponíveis no mercado, conhecida como “assimetria

³ Linha de pesquisa acadêmica que explora os fenômenos econômicos relacionados à informação.

informacional”, como é o caso do mercado de valores mobiliários, estimulando muitas vezes condutas abusivas e/ou fraudulentas por parte dos agentes que possuem mais informação em detrimento daqueles que possuem menos informações.

A partir da constatação da existência de assimetrias informacionais o Estado objetiva, por meio de dispositivos regulatórios⁴, promover o acesso adequado de informações pelos agentes que usualmente não teriam acesso à informação.

Cumprе ressaltar que, embora a divulgação de informações seja considerada um instrumento importante no âmbito do mercado de valores mobiliários, a deteção de informação não implica necessariamente em um exercício de poder, sendo necessário o devido processamento de tais informações, considerando que algumas informações podem ser complexas, refletindo eventualmente em um custo operacional (PITTA, 2013 69-70).

2.2. *O regime de divulgação obrigatória de informações*

Conforme anteriormente ressaltado, a informação se mostra como instrumento importante para a regulação e manutenção do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Neste sentido, o maior objetivo perseguido pelo regime de divulgação de informações consiste na proteção de investidores, ao assegurar que (a) os preços publicamente negociados dos valores mobiliários sejam razoavelmente bem informados; e (ii) os acionistas públicos estejam protegidos por institutos efetivos de governança corporativa, assim que investirem em ações públicas (HERTIG; KRAAKMAN; ROCK, 2004, pp. 193-195). É importante verificar as origens do regime de *disclosure* de informações, bem como compreender as funções da informação no mercado de valores mobiliários.

O regime de divulgação de informações foi pioneiramente adotado pela legislação federal Norte Americana, inicialmente após a crise de 1929 e reforçado após os escândalos ocorridos em meados de 2000, tornando-se um dos principais pilares regulatórios do mercado acionário, sendo posteriormente adotado por vários países.

Este modelo regulatório foi desenhado para promover a proteção dos investidores e manter a integridade do mercado de valores mobiliários, uma vez que possibilita a tomada

⁴ A esse respeito, E. Gorga afirma que “Quando existem custos de transação e assimetrias informacionais entre as partes engajadas em uma negociação, a delimitação de responsabilidade é fundamental, o que chama a atenção para a importância do Direito na alocação do resultado econômico.” (GORGA, Érica Cristina Rocha: *Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma perspectiva de “Direito e Economia”*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005, p. 162.

de decisões devidamente informada por parte dos investidores, aumentando a confiança do investidor e reduzindo os custos de transações (PAREDES, 2003, p. 418).

Para uma melhor compreensão acerca do regime informacional, cumpre-se destacar 2 (duas) premissas que este regime considera, a Hipótese de Mercados Eficientes e a teoria da Escolha Racional, ambas construídas no âmbito econômico.

Em linhas gerais, a Hipótese de Mercados Eficientes, desenvolvida pela Escola de Chicago no final da década de 1960 e consagrada por E. Fama postulava que um mercado considerado eficiente é aquele em que todas as informações disponíveis no mercado refletem inteiramente no preço de seus valores mobiliários, considerando que o regime de *disclosure* dispusesse, portanto, de uma eficiência informacional. Neste sentido, estabeleceu 3 (três) tipos de eficiência informacional que pode ser reconhecida no mercado, sendo: (i) eficiência fraca; (ii) eficiência semiforte; e (iii) eficiência forte.

A eficiência fraca é aquela em que o mercado incorpora apenas as informações passadas, considerando insuficientes para observar a conduta do emissor no futuro. A eficiência semiforte indica que o mercado não só incorpora as informações passadas como as informações públicas disponíveis. A eficiência forte é aquela em que o mercado incorpora todas as informações disponíveis (passado, públicas e privadas) (DE CAMARGOS; BARBOSA, 2003; RACHMAN, 1999).

A teoria da Escolha Racional, parte do pressuposto de que as pessoas em geral são racionais, no sentido de que quanto mais informações estiverem disponíveis no mercado, melhores as chances de tomarem decisões, ou seja, quanto mais informação for disponibilizada melhor será para os investidores (PAREDES, 2003, pp. 434-435).

Muito embora sejam premissas importantes e que justifiquem a adoção do regime de divulgação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários é importante salientar que existem muitas críticas acerca da adoção de tais teorias.

Após analisar as premissas que permeiam o regime informacional é importante identificar alguns fatores que legitimam a utilização do regime de *disclosure* e sua ampla adoção pelos entes reguladores no âmbito do mercado de valores mobiliários.

A. Pitta relaciona os principais fatores, sendo: (i) a proteção dos investidores, possibilitando uma adequada tomada de decisões e a identificação dos preços negociados no mercado de valores mobiliários; (ii) a manutenção da confiança do investidor no mercado de valores mobiliários; (iii) a administração da seleção adversa no mercado de valores

mobiliários; (iv) a fiscalização das atividades das entidades reguladoras e autorreguladoras atuantes no mercado de valores mobiliários; (v) a imposição de responsabilidade a todos os emissores, bem como os ofertantes e instituições intermediárias atuantes no mercado de valores mobiliários; e (vi) administração de conflitos de agência (PAREDES *apud* PITTA, 2013, pp. 68 e 95-108).

(i) A tomada de decisões e a identificação dos preços negociados no mercado de valores mobiliários

O regime informacional pautando-se na Hipótese de Mercados Eficientes e na Teoria da Escolha Racional assume que a divulgação de informações promove a melhor tomada de decisões pelos investidores, bem como permite a identificação da formação dos preços dos valores mobiliários.

Adicionalmente, a divulgação de informações permite aos intermediários financeiros reduzir os custos que decorrem da busca pelas informações, propiciando a rentabilidade para tais agentes (HERTIG; KRAAKMAN, ROCK, 2009, p. 280).

(ii) A manutenção da confiança do investidor no mercado de valores mobiliários

A confiança do investidor de que o investimento efetuado no mercado de valores mobiliários trará retorno é fundamental para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Neste sentido, a regulação pelo regime informacional visa assegurar a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, como um instrumento adequado para a captação e alocação de seus recursos⁵.

(iii) A administração da seleção adversa no mercado de valores mobiliários

A existência de assimetria informacional constante entre os agentes inseridos no mercado, especificamente entre os ofertantes e os investidores (partindo do pressuposto de que ofertantes possuem mais informações que os investidores) pode estimular condutas

⁵ Neste sentido, A. Pitta afirma: “A existência de obrigações extensivas de divulgar determinado conjunto de informações, com a respectiva previsão de responsabilização em casos de sua falta ou imprecisão, representa certa segurança quanto ao nível mínimo de qualidade, credibilidade e continuidade das informações prestadas.” PITTA, André Grunspun. O Regime de Informação das Companhias Abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

abusivas e eventuais fraudes no mercado de valores mobiliários, podendo levar a uma seleção adversa no mercado.

G. Akerlof em trabalho clássico analisa o fenômeno da seleção adversa como problema no mercado de móveis usados (AKERLOF, 1970, pp. 488-500), demonstrando que existe uma assimetria de informações entre vendedores e compradores, uma vez que os primeiros possuem mais informações acerca da qualidade do carro. Dessa forma, carros bons ou ruins deverão ser vendidos pelo mesmo preço ante a impossibilidade do comprador de diferenciar um bom e mau carro usado. Não obstante, é notório que um carro novo deva valer mais que um carro usado.

Conclui, portanto, que o dono de um bom carro usado nunca poderá receber pelo valor verdadeiro de seu carro, mas também não poderá receber pelo valor de um carro novo, o que gera uma seleção adversa no mercado de veículos usados.

Ante a vulnerabilidade de agentes componentes do mercado de valores mobiliários no tocante à assimetria informacional, verifica-se a relevância do regime informacional, para prevenir e coibir os problemas decorrentes da seleção adversa no âmbito do mercado acionário⁶.

(iv) A fiscalização das atividades das entidades reguladoras e autorreguladoras atuantes no mercado de valores mobiliários

As informações divulgadas no âmbito do mercado de valores mobiliários muito embora possuam o objetivo primário de informar os investidores possui também o objetivo de fornecer aos reguladores e autorreguladores atuantes no mercado subsídios para verificar o cumprimento das regras impostas no mercado.

Portanto, o regime informacional presta-se também a auxiliar na atividade fiscalizadora e sancionadora no âmbito do mercado de valores mobiliários, bem como reduzir o custo da atividade regulatória (PITTA, 2013, pp. 106-107).

⁶ Com relação à seleção adversa no âmbito do mercado de valores mobiliários, C. Salomão Filho dispõe: “Permitir a supressão de informação tende a fazer com o mercado seja composto só de companhias de pior qualidade – em matéria de práticas de governança corporativa – pois não é possível para o comprador de ações ou o minoritário, que deve decidir entre permanecer na companhia ou não, diferenciar uma das outras, desaparecendo virtualmente o mercado para as boas companhias.” SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 3ª ed., São Paulo: Malheiros Editores, 2006, p. 161.

(v) A imposição de responsabilidade a todos os emissores, bem como aos ofertantes e instituições intermediárias atuantes no mercado de valores mobiliários

A obrigatoriedade de divulgação de informação objetiva também assegurar que haja a responsabilidade aos agentes que possuem a obrigação de divulgar tais informações, isto é, emissor, intermediário da oferta pública, dentre outros.

Neste contexto, o regime informacional além de proteger os investidores objetiva proteger os agentes que possuem a obrigação de divulgar, uma vez que ao divulgaram as informações conforme estabelecido pela legislação aplicável não haverá que se falar em imputação de responsabilidade⁷.

(vi) A administração do conflito de agência

Em algumas situações os agentes destinados a administrar os interesses de determinadas partes podem receber incentivos para atuarem em benefício próprio. Esta situação é compreendida como “problema de agência” que basicamente consiste em “um contrato entre uma ou mais pessoas (o principal), engajando outra pessoa (o agente), para exercer algum serviço em seu lugar, envolvendo a delegação de uma autoridade para a tomada de decisão por parte desse agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, *apud* ROSSONI, 2010, p. 192).

No âmbito do mercado de valores mobiliários o “problema de agência” pode ser analisado sob duas dimensões, a vertical e horizontal. Sendo que a primeira consiste na relação entre conflitos de interesses entre os principais administradores e os acionistas, enquanto que a segunda refere-se aos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários (ROE, 2004, pp. 2-4).

Neste cenário, a divulgação de informações propicia que sejam identificadas situações em que agentes (administradores e investidores majoritários) atuem de maneira abusiva ou em benefício próprio, bem como auxilia na redução de custos para o monitoramento de tais agentes.

⁷ Neste sentido T. Paredes escreve uma nota de rodapé interessante: “*Anecdotally, lawyers have suggested to me that companies often disclosure information not to better inform investors, but to reduce the risk of liability for omitting a material fact or disclosing a “half truth”.*” PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information overload and its consequences for securities regulation*. Volume 81, Washington University Law Review, 2003, p. 429. Disponível em: <<http://digitalcommons.law.wustl.edu/lawreview/vol81/iss2/7>>. Acesso em: 17 Abr 2014.

Por fim, de modo geral estas são as principais funções a que se prestam o regime informacional, verificando, portanto, a importância que o regime informacional possui no âmbito do mercado de valores mobiliários, inclusive ao ser considerado o pilar regulatório do mercado de valores mobiliários.

3. Aspectos positivos e negativos acerca da regulação por meio da informação no mercado de valores mobiliários

No tocante aos aspectos positivos sobre a regulação por meio da informação, talvez o principal aspecto positivo que o regime de divulgação de informações favorece é a proteção ao investidor, ao possibilitar uma tomada de decisões adequada e a verificação da precificação dos valores mobiliários.

Não obstante, outros aspectos positivos refletem no mercado acionário como a: (i) manutenção da confiança do investidor no mercado de valores mobiliários; (ii) administração da seleção adversa no mercado de valores mobiliários; (iii) fiscalização das atividades das entidades reguladoras e autorreguladoras atuantes no mercado de valores mobiliários; (iv) imposição de responsabilidade a todos os emissores, bem como aos ofertantes e instituições intermediárias atuantes no mercado de valores mobiliários; (v) administração de conflitos de agência; e (vi) identificação de relações entre partes relacionadas, que podem influenciar sensivelmente na formação dos valores mobiliários (HERTIG; KRAAKMAN; ROCK, 2009, pp. 280-281).

É importante verificar a eficiência a que o regime de divulgação de informações se presta, analisando não somente a manutenção de um mercado de valores mobiliários robusto, mas também para a otimização, desenvolvimento e proteção de todos os agentes atuantes em seu âmbito, buscando conciliar todas as funções perseguidas pelo regime de divulgação obrigatória de informações (PITTA, 2013, p. 109).

Muito embora o regime informacional seja considerado o pilar regulatório dos mercados de valores mobiliários, sendo adotado em várias jurisdições diferentes, trata-se ainda de uma questão controversa. Diante disso, alguns aspectos negativos são apontados ao regime de regulação de divulgação de informações, conforme a seguir demonstrado.

Em 1964 em um artigo clássico G. Stigler alerta que os requerimentos de registro da *Security and Exchange Commission* (“SEC”) não possuíram nenhum efeito importante na qualidade dos novos valores mobiliários ofertados ao público. Neste sentido, aponta 2 (duas)

conclusões: (i) é possível estudar os efeitos de políticas públicas e não apenas assumir que existem e são benéficas; e (ii) seria duvidoso que a SEC tivesse poupado um dólar dos investidores, considerando todos os custos gerados pela regulação (STIGLER, 1964, p. 124).

Outro artigo clássico elaborado por G. Benston em 1973, partindo de análises estatísticas, especificamente na relação entre as informações disponíveis nos relatórios contábeis publicados e os preços dos valores mobiliários, concluiu-se que tais informações não foram incorporadas no preço dos valores mobiliários ou as informações foram incorporadas ao preço dos valores mobiliários antes de serem divulgadas (BENSTON, 2010, pp. 73-93). Assim, as informações contábeis seriam inúteis ou já haviam sido incorporadas pelo mercado.

Adicionalmente, G. Benston (2010, pp. 91-92) também concluiu que o efeito causado pelo regime informacional poderia ser considerado perverso ao mercado, uma vez que as despesas com infraestrutura e financiamento de equipamentos era inferior aos índices da época anterior ao regime informacional adotado pela SEC. Por fim, argumenta que o regime informacional regulatório da SEC não promoveu nenhum efeito positivo mensurável nos valores mobiliários negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE) (BENSTON, 2010, pp. 78-94).

A partir destes dois artigos clássicos é possível identificar alguns aspectos negativos acerca do regime informacional. Primeiramente, cumpre-se destacar que a produção de informação para contemplar as obrigatoriedades de divulgação de informações no âmbito do mercado acionário é custosa.

Custosa primeiramente para o emissor que necessita juntar e disponibilizar informações necessitando, para tanto, contratar advogados, contratar empresas de auditorias, publicar fatos relevantes em jornais de grande circulação, dentre outros.

Em segundo lugar, custosa para as agências reguladoras, que são responsáveis pela fiscalização da divulgação das informações. E por fim, custosa para os próprios investidores que necessitam processar e assimilar as informações divulgadas (PITTA, 2013, p. 171).

Neste sentido, os custos podem ser classificados como diretos ou indiretos. Os custos diretos são aqueles relacionados ao custo de aquisição e processamento de informações, já os custos indiretos são aqueles que eventualmente podem ocorrer, como (i) desvantagem competitiva entre outras sociedades que não necessitam divulgar informações ou com relação

à divulgação de estratégias; e (ii) desincentivo com busca pelo aprimoramento e inovação, uma vez que tais informações deverão ser divulgadas.

Cumpre-se ressaltar mais dois aspectos no tocante à onerosidade decorrente do regime informacional adotado no âmbito do mercado de valores mobiliários. Os altos custos podem impor uma barreira de acesso de companhias de pequeno e médio porte ao mercado de valores mobiliários, sendo muitas vezes as companhias que mais necessitam de captação de recursos.

Neste sentido, algumas empresas diante dos altos custos aportados podem não possuir interesse em se manterem listadas no mercado de valores mobiliários. Por fim, o investidor pode inclusive optar pela sujeição regulatória de outra jurisdição em que o regime de divulgação seja mais menos oneroso (PITTA, 2013, pp. 362-375).

Conclusão

A partir deste artigo, é possível verificar a importância da regulação por meio do Estado no âmbito do mercado de valores mobiliários objetivando mitigar a assimetria informacional, bem como a importância da análise dos fatores que justificam a adoção do regime de divulgação obrigatória de informações no mercado de capitais.

Estes dois apontamentos sugerem que a adoção do regime de divulgação obrigatória de informações pelo Estado no âmbito do mercado de valores mobiliários atende a uma multiplicidade de fatores que justificam a sua adoção, incluindo tanto aspectos positivos quanto negativos.

Neste contexto, o papel do Estado consiste na análise e ponderação dos aspectos positivos e negativos resultantes do regime informacional a ser adotado para sua efetiva escolha, consoante os aspectos jurídicos e econômicos de determinadas jurisdições.

Verifica-se que, muito embora o regime de *disclosure* tenha alguns aspectos negativos, este regime demonstra promover a higidez do mercado, ao viabilizar uma melhor tomada de decisão e promover uma eficiência informacional no âmbito do mercado de valores mobiliários, justificando-se a atual escolha de grande parte das jurisdições pela adoção do regime de divulgação obrigatória de informações.

Referências Bibliográficas

AKERLOF, George A. *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, No. 3, 1970. Disponível em <http://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>. Acesso em: 06 jun. 2014.

BENSTON, George. *Required Disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. In: ROSENFELD, James. *The Select Works of George J. Benston*. Accounting and Finance. Volume 2. Oxford University Press. 2010. Disponível em: <http://en.bookfi.org/s/?q=The+Selected+Works+of+George+J.+Benston%2C+Volume+2%3A+Accounting+and+Finance&t=0>. Acesso em: 31 Jul. 2014.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amara. *Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio, BARBOSA, Francisco Vidal. *Teoria e Evidência da Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro*. Em *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n1art4.pdf>. Acesso em: 06 jun. 2014.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

GORGA, Érica Cristina Rocha: *Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma perspectiva de "Direito e Economia"*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

HERTIG, Gerard, KRAAKMAN, Reinier, and ROCK, Edward. Em: *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Londres: Oxford University Press, 2004.

HERTIG, Gerard, KRAAKMAN, Reinier, and ROCK, Edward. Em: *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 2ª ed. Londres: Oxford University Press, 2009.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, jul. 1976. Michael C. Jensen, A THEORY OF THE

FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS, Harvard University Press, dez. 2000, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976.

PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information overload and its consequences for securities regulation*. Volume 81, Washington University Law Review, 2003. Disponível em: <http://digitalcommons.law.wustl.edu/lawreview/vol81/iss2/7>. Acesso em: 17 abr. 2014.

PITTA, André Grunspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RACHMAN, Nora M. *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 1999.

ROE, Mark J. *The Institutions of Corporate Governance*, ago. 2004. Handbook of New Institutional Economics (Claude Ménard & Mary M. Shirley, eds.) (Kluwer, 2005).; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 488. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=612362>. Acesso em: 31 jul. 2014.

ROSSONI, Luciano; MACHADO DA SILVA, Clóvis L. *Institucionalismo Organizacional e Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1732665>. Acesso em: 31 jul. 2014.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed., São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

_____. *Regulação da Atividade Econômica* (princípios e fundamentos jurídicos). 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

STIGLER, George J. *Public Regulation of the Securities Markets*. The Journal of Business, Volume 37, No. 2, 1964. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 07 jun. 2014.

_____. *The Economics of Information*. The Journal of Political Economy, Volume 69, 1961, Disponível em <http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>. Acesso em 06 jun. 2014.

SZTAJN, Rachel. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº135, 2004.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais – Insider Trading. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004.