

ÉRICA CRISTINA ROCHA GORGA

**DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO E  
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITALIS:  
UMA PERSPECTIVA DE “DIREITO E ECONOMIA”**

TESE DE DOUTORADO

ORIENTADORA: PROFESSORA ASSOCIADA RACHEL SZTAJN

DIREITO COMERCIAL  
BIBLIOTECA

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO, 2005



## CAPÍTULO I- MERCADO DE CAPITAIS E REGULAÇÃO

### 1. Externalidades, assimetria informacional e regulação do mercado de valores mobiliários

A questão da regulação do mercado de valores mobiliários é controvertida até o presente. Nos primeiros trinta anos após a criação da *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos, as ações do órgão regulatório receberam aprovação geral da academia.<sup>417</sup> Em 1964 Stigler pôs em cheque a eficiência da regulação, tentando mensurar empiricamente se os investidores realmente se beneficiaram da imposição de revelação de informação (*disclosure*) nas ofertas públicas, segundo os padrões da SEC.<sup>418</sup> Stigler alegou que os requerimentos de registro não produziram efeito relevante na qualidade dos valores mobiliários (*securities*) ofertados no mercado, concluindo que era muito duvidoso que a regulação da SEC tivesse poupado um dólar sequer dos investidores, se fossem levados em conta todos os custos que gerou.<sup>419</sup>

George Benston também foi severo crítico da regulação provida pela SEC. O autor realizou estudos estatísticos verificando a relação entre os dados contábeis publicados e os preços das ações, concluindo que os dados eram inúteis ou já tinham sido assimilados pelo mercado anteriormente à sua publicação, o que se refletia nos preços. Além disso, o autor considerou que o risco embutido nos valores mobiliários não foi reduzido após a edição da regulação e que esta, provavelmente, teve efeito perverso para o mercado, já que a porcentagem de despesas em infra-estrutura e equipamentos financiados com as novas emissões era inferior aos índices da época anterior à existência da SEC. Por isso, não havia base econômica que justificasse a existência da legislação.<sup>420</sup>

<sup>417</sup> POSNER, Richard A., SCOTT, Kenneth E. *Economics of corporation law and securities regulation*. Boston: Little, Brown and Company, 1980, p. 346.

<sup>418</sup> STIGLER, George. Public regulation of securities market, op. cit.

<sup>419</sup> Id., ibid. Posteriormente Stigler veio a elaborar sua teoria da regulação, em *The theory of economic regulation. The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n. 1, Spring 1971. O autor considerava que a regulação era demandada por agentes econômicos ("acquired regulation"), sendo concebida e aplicada para os seus benefícios. As agências regulatórias, nesse sentido, eram "capturadas" por determinados grupos econômicos, atuando de acordo com seus interesses, sendo a visão idealizada da regulação em prol do bem comum apenas uma miragem.

<sup>420</sup> BENSTON, George. Required disclosure and the stock market..., op. cit., p. 153: "This evidence supports the conclusion that the accounting statements either are not useful, timely, or both."



Outros autores refutaram as análises de Stigler e Benston, defendendo o papel positivo da regulação para o mercado de valores mobiliários.<sup>421</sup> Seligman, por exemplo, critica a metodologia empregada por Stigler e Benston. O autor apresenta evidência histórica de que anteriormente a 1934 sociedades constantemente fraudaram os investidores divulgando informação enganosa sobre seus negócios.<sup>422</sup>

Seligman analisa cinco argumentos que justificam o sistema de prestação de informações (*disclosure*). Na ausência de um sistema obrigatório de divulgação de informações, 1) os emitentes de valores mobiliários podem ocultar ou forjar informações materiais para a decisão de investimento, 2) os custos de subscrição (*underwriting*), os salários e benefícios (*perquisites*) dos administradores serão excessivos, 3) a confiança do público nos mercados será menor, 4) nem leis estaduais nem associações privadas como a Bolsa de Valores de Nova Iorque podem assegurar um nível ótimo de divulgação de informações, 5) ações civis ou criminais não assegurarão níveis ótimos de divulgação de informações das empresas.<sup>423</sup>

Kitch faz uma revisão das recentes propostas de alteração da regulação do mercado de valores mobiliários americano.<sup>424</sup> As propostas englobam a possibilidade dos emitentes de valores mobiliários elegerem o regime jurídico que irá regular sua relação com os compradores, podendo optar por regime em vigor dentro ou fora dos Estados Unidos.<sup>425</sup> Fox alega que, se permitida a escolha do regime de *disclosure* pelos emitentes, estes escolherão um regime que requeira menos *disclosure* do que o nível social ótimo. Isso porque, segundo Fox, o custo do *disclosure* para os administradores é superior ao seu custo social e o benefício do *disclosure* para eles é inferior ao benefício social.<sup>426</sup> Por isso, o

<sup>421</sup> V., por exemplo, FRIEND, Irvin, HERMAN, Edward. S. The S.E.C. through a glass darkly. *Journal of Business*, vol. 37, p. 382, 1964. POSNER, Richard A., SCOTT, Kenneth E., op. cit., apresentam excelente coletânea comentada de textos clássicos sobre a regulação do mercado de valores mobiliários.

<sup>422</sup> SELIGMAN, Joel. The historical need for a mandatory corporate disclosure system. *Journal of Corporation Law*, vol. 9, 1983, p. 10-18.

<sup>423</sup> Id., *ibid*.

<sup>424</sup> KITCH, Edmund W. Proposals for reform of securities regulation: an overview. *Virginia Journal of International Law*, vol. 41, p. 629, Spring 2001.

<sup>425</sup> V. ROMANO, Roberta. Empowering investors: a market approach to securities regulation. *Yale Law Journal*, vol. 107, p. 2359, Jun. 1998.

<sup>426</sup> FOX, Merritt B. Retaining mandatory securities disclosure: why issuer choice is not investor empowerment. *Virginia Law Review*, vol. 85, Oct. 1999, p. 1344: "(...) The marginal cost of additional disclosure tends to rise; the marginal benefit tends to decline. (...) the managers will choose the regime that requires the issuer to disclose closest to the level at which the marginal increase in cost to the managers (the private marginal cost) equals the marginal increase in benefit to them (the private marginal benefit). This point, however, will fall below the issuer's socially optimal level of disclosure because, (...), over the whole range of levels at which an issuer could disclose, the social marginal cost of an issuer's disclosure is below the private marginal cost to its managers, and the social marginal benefit of its disclosure is above the private marginal benefit to these individuals."



autor defende que a melhor forma de regulação do mercado de valores mobiliários é a do regime obrigatório de divulgação das informações, que maximiza o valor social.<sup>427</sup>

Os escândalos no mercado de valores mobiliários americano ocorridos em 2001 e 2002 revigoraram a atenção no sistema de prestação de informações ao mercado. Reviveu-se, de certa forma, a discussão gerada logo após a queda da bolsa de Nova Iorque em 1929, a qual gerou o sistema federal de regulação e *disclosure*. O *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 acabou aumentando os deveres de prestação de informações<sup>428</sup>, estabelecendo inclusive o requerimento de que os *CEOs* e *CFOs* certifiquem que cada relatório periódico de informações contendo as demonstrações financeiras se adequa totalmente com o *Securities Exchange Act* de 1934 e que as informações apresentadas representam, em todos os aspectos substanciais (*material aspects*), a condição financeira e os resultados de operações da companhia emitente. Tal dispositivo visa a aumentar a responsabilização dos administradores de alto escalão no caso de fraudes futuras aos investidores.<sup>429</sup>

Novos estudos apresentam evidências empíricas de que normas obrigatórias de prestação de informações (*disclosure*) provocam aumento na acurácia dos preços das ações, o que, por sua vez, aumenta a eficiência da economia real. Para Fox et. al., “mandatory disclosure does in fact increase the amount of meaningful information reflected in share prices”, e, além disso, “greater share price accuracy does lead to enhanced efficiency in the real economy.”<sup>430</sup>

As controvérsias continuam, então, até os nossos dias. O problema da regulação está ligado a questões de eficiência econômica, assimetria informacional e externalidades do mercado, como se verá a seguir.

<sup>427</sup> KITCH, Edmund, op. cit., defende outra posição. O autor conclui que é possível deixar a estrutura de regulação dos valores mobiliários intacta, tal como ela existe, e apenas incluir uma nova regra: “parties who wish to transact in securities under rules of their own making are free to do so.” (p. 652). Assim, aqueles que quiserem se beneficiar da regulação estatal, podem fazê-lo e aqueles que acreditem que existam novas vantagens num sistema auto-regrado, podem persegui-las. Tal sistema teria a vantagem de, a longo prazo, permitir saber por qual escolha as partes privadas optariam, segundo o autor.

<sup>428</sup> Segundo FOX, Merritt B., MORCK, Randall, YEUNG, Bernard, DURNEV, Artyom. Law, share price accuracy, and economic performance: the new evidence. *Michigan Law Review*, vol.102, Dec. 2003, p. 333; “Congress, responding to the recent spate of corporate scandals, enacted the Sarbanes-Oxley Act, which amended the U.S. securities laws to require what is probably the greatest increase in disclosure since their inception.”

<sup>429</sup> V. Section 906, 18 U.S.C. § 1350.

<sup>430</sup> FOX, Merritt B., MORCK, Randall, YEUNG, Bernard, DURNEV, Artyom, op. cit., p. 334.

### 1.1. A lógica da regulação

A regulação do mercado de valores mobiliários é justificada na medida em que visa a corrigir a assimetria informacional e as externalidades, de modo a guiar o investidor a realizar decisões que sejam economicamente eficientes. Assim, a regulação é vista por alguns como fator indispensável para o bom funcionamento do mercado. Obviamente que se a regulação não se presta a corrigir essas falhas, ou se não existem falhas a serem corrigidas, ela pode ser maléfica, na medida em que resultará em custos desnecessários para as negociações, inibindo, portanto, o desenvolvimento do mercado. Por isso, a análise da adequabilidade de determinada regulação deve se pautar pelas condições existentes no mercado a ser regulado. Existem assimetria informacional ou externalidades a serem corrigidas? Particulares podem desenvolver mecanismos eficientes para lidar com as falhas do mercado?

O requerimento de que as companhias providenciem informações (*disclosure*) sobre suas atividades, situação patrimonial e perspectivas de crescimento ao público investidor é baseado na existência de assimetria informacional no negócio jurídico a ser realizado entre o ofertante dos valores mobiliários e o adquirente. Os investidores necessitam de informação adequada para alocar seus recursos consciente e eficientemente, sendo que o mercado não provê por si só as informações necessárias para o investidor efetuar sua escolha.

A assimetria informacional pode levar ao problema de seleção adversa tal como discutido por George Akerlof com referência ao mercado de automóveis usados.<sup>431</sup> Tal mercado apresenta um problema relevante sobre a qualidade dos veículos que estão sendo vendidos, pois existe assimetria informacional entre compradores e vendedores já que o vendedor tem mais conhecimento da qualidade do seu carro do que o comprador. A tendência então é a de que carros com baixa qualidade sejam comercializados pelo mesmo preço dos carros de boa qualidade, pois o comprador não saberá diferenciar a qualidade do carro. Akerlof argumenta que os carros de qualidade inferior tenderão a dominar o mercado. Por isso, o problema de assimetria de informação gera seleção adversa. As diferenças de qualidade do bem transacionado e a incerteza de saber qual é o

<sup>431</sup> O trabalho clássico sobre o tema é AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n. 3, p. 488, Aug. 1970.



bem que tem boa qualidade tendem a provocar redução da qualidade média dos produtos e também do tamanho do mercado.<sup>432</sup>

Pode-se fazer uma analogia do mercado de valores mobiliários com o de automóveis usados. É o vendedor de valores mobiliários que sabe melhor sobre as perspectivas de rentabilidade do papel e sobre o futuro da empresa. O investidor, ao contrário, está longe do dia a dia da empresa, sendo para ele difícil avaliar a sua situação. O desconto praticado nos preços dos valores mobiliários devido à incerteza sobre a qualidade dos papéis poderá também produzir seleção adversa, com a queda da qualidade média dos valores mobiliários negociados, redução do tamanho do mercado de capitais e afastamento das companhias de boa qualidade com a predominância de "lemons". Assim, da mesma forma que Akerlof considera que práticas como o licenciamento de veículos ou o registro de companhias reduzem o problema da incerteza da qualidade no mercado de automóveis<sup>433</sup>, o registro das emissões (ou das companhias emissoras) de valores mobiliários e a prestação de informações pelas companhias emissoras tenderão a reduzir a assimetria informacional e prevenir o problema da seleção adversa.

A assimetria de informações pode provocar ineficiências. Lucian Bebchuk demonstra que a assimetria informacional existente no momento em que a companhia faz a oferta pública de valores mobiliários pode levar à adoção de práticas consideradas ineficientes por *ambos os acionistas fundadores da empresa e os investidores*, fazendo com que o mercado fique preso em um equilíbrio ineficiente. Esse cenário demonstra a necessidade do uso de normas obrigatórias de revelação de informações (*disclosure*).<sup>434</sup>

Além disso, o problema da assimetria informacional produz externalidades no mercado, ocasionando divergência entre o custo privado da negociação e o custo social.<sup>435</sup> A presença de externalidades indica a existência de custos de transação<sup>436</sup> positivos

<sup>432</sup> Id., *ibid.*, p. 488.

<sup>433</sup> Id., *ibid.*, p. 500.

<sup>434</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. *Asymmetric information and the choice of corporate governance arrangements*. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 398, Dec. 2002. Disponível em <<http://lsrn.com/abstract=327842>>.

<sup>435</sup> V. COASE, Ronald. *The problem of social cost* in COASE, R. *The firm, the market and the law*, op. cit.

<sup>436</sup> DAHLMAN, Carl J. The problem of externality. *The Journal of Law and Economics*, vol. 22, n. 1, Apr. 1979, p. 142. O autor fornece definição interessante dos custos de transação, p. 147-8: "In order for an exchange between two parties to be set up it is necessary that the two search each other out, which is costly in terms of time and resources. If the search is successful and the parties make contact they must inform each other of the exchange opportunity that may be present, and the conveying of such information will again require resources. If there are several economic agents on either side of the potential bargain to be struck, some costs of decision making will be incurred before the terms of trade can be decided on. Often such agreeable terms can only be determined after costly bargaining between the parties involved. After the trade

(*transaction costs*), pois se não existissem esses custos, a externalidade seria internalizada numa barganha sem custos entre agentes econômicos, de modo que haveria um resultado Pareto eficiente. Segundo Coase, quando não existem custos de transação, não importa a fixação da regra de responsabilidade pelo Direito, as externalidades serão internalizadas já que os agentes poderão barganhar e atingir o resultado ótimo. Os custos de transação são o ponto principal da discussão sobre o problema das externalidades, pois, se determinada regulação busca internalizar, eficientemente, as externalidades do mercado, deverá tratar uma situação na qual os custos de transação são baixos distintamente de uma situação na qual os custos de transação são altos.<sup>437</sup> Quando existem custos de transação e assimetria 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.

A análise de Coase implica, portanto, nas seguintes medidas para a “correção” das externalidades: a) se os custos de transação forem baixos, não deve haver regulação: as partes poderão engajar em trocas, buscando o resultado mais eficiente para a sociedade; b) se os custos de transação forem altos, é necessário detectar se existe um caminho possível de diminuição dos custos de transação entre os agentes do mercado por intermédio de ação governamental, c) se não for possível a diminuição dos custos, o Direito deve estabelecer uma regra de responsabilidade fixa.

Se os custos provenientes da regulação são inferiores aos benefícios que ela acarreta, haverá alocação de recursos de maneira mais eficiente.<sup>438</sup> Isso porque existe um nível social ótimo de *disclosure*, que é dado quando o seu benefício marginal é igual ao seu

---

has been decided on, there will be the costs of policing and monitoring the other party to see that his obligations are carried out as determined by the terms of the contract, and of enforcing the agreement reached. These, then, represent the first approximation to a workable concept of transaction costs: search and information costs, bargaining and decision costs, policing and enforcement costs. Yet, this functional taxonomy of different transaction costs is unnecessarily elaborate: fundamentally, the three classes reduce to a single one for they all have in common that they represent resource losses due to lack of information. Both search and information costs owe their existence to imperfect information about the existence and location of trading opportunities or about the quality or other characteristics of items available for trade. The case is the same for bargaining and decision costs: these represent resources spent in finding out the desire of economic agents to participate in trading at certain prices and conditions. What is being revealed in a bargaining situation is information about willingness to trade in certain conditions, and decision costs are resources spent in determining whether the terms of the trade are mutually agreeable. Policing and enforcement costs are incurred because there is lack of knowledge as to whether one (or both) of the parties involved in the agreement will violate his part of the bargain: if there were adequate foreknowledge on his part, these costs could be avoided by contractual stipulations or by declining to trade with agents who would known to avoid fulfilling their obligations. Therefore, it is really necessary to talk only about one type of transaction cost: **resources losses incurred due to imperfect information.** (negrito nosso)”

<sup>437</sup> COASE, The problem of social cost, op. cit.

<sup>438</sup> DAHILMAN, op. cit., p. 161.

custo marginal. O requerimento de informação adicional acima desse nível ótimo implicaria em custos sociais. Uma questão primordial nesse sentido é determinar quais sejam as informações que devem ser fornecidas ao investidor de acordo com o critério de relevância e necessidade para que ele possa ser informado da melhor forma possível sobre as características do valor mobiliário que deseja adquirir e sobre a companhia que o emitiu. Por outro lado, a informação não deve ser muito custosa para a companhia, o que inibiria a busca de financiamento junto ao público investidor.

Devido às diferenças de estruturas de propriedade e governança nas sociedades e do ambiente institucional em diversos países do mundo, também o grau de *disclosure* que irá maximizar os retornos em relação aos custos em cada país deverá variar. Em função de características como a concentração ou a dispersão das ações no mercado, papel dos investidores institucionais no monitoramento da sociedade, existência de maiores ou menores benefícios privados do controle, etc, o nível ótimo de *disclosure* para um país poderá ser superior ou inferior ao de outro.<sup>439</sup>

## 1.2. *Eficiência do mercado de capitais brasileiro*

Segundo economistas, negociações realizadas em mercados perfeitamente competitivos proporcionarão resultados alocativamente eficientes. Existe, todavia, uma série de imperfeições que obstam a competição perfeita nos mercados. São elas: monopólio, monopsonio, oligopólio e oligopsônio; externalidades, bens públicos<sup>440</sup>, e assimetria informacional.<sup>441</sup>

Entretanto, para que um mercado de capitais seja eficiente, não necessita ser perfeitamente competitivo. Para que exista um mercado de capitais perfeito, é necessário

<sup>439</sup> FOX, Merritt B. Required disclosure and corporate governance. *Law and Contemporary Problems*, vol. 62, Summer 1999, p. 125-126. O autor compara características do ambiente institucional e da governança de sociedades nos Estados Unidos, Alemanha e Japão, chegando à conclusão de que o nível ótimo de *disclosure* nos Estados Unidos deve comportar mais obrigações de prestação de informações do que o nível ótimo na Alemanha e no Japão, em razão de, nesses últimos países, os investidores institucionais terem um papel mais ativo no monitoramento dos administradores e no financiamento de crédito para a sociedade. Nos Estados Unidos, os investidores, em razão de seu distanciamento da administração da sociedade, necessitariam de mais informações para guiar ações como a tomada de controle hostil de uma sociedade, cuja ameaça possibilita maior alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas.

<sup>441</sup> ULEN, Thomas S. Courts, legislatures, and the general theory of second best in Law and Economics. *Chicago-Kent Law Review*, vol. 73, 1998, p. 194. Ulen argumenta que imperfeições de mercado são sinônimo de custos de transações.

que não haja custos de transações ou impostos, que todos os ativos sejam perfeitamente divisíveis e que não haja regulações restritivas. Além disso, deve haver competição perfeita no mercado, isto é, todos os produtores devem fornecer bens e serviços a custo médio mínimo, e deve haver competição perfeita no mercado de títulos, isto é, todos os participantes devem ser formadores de preço (*price takers*). Não deve haver custo nem assimetria na obtenção de informação, sendo que todos os indivíduos devem tentar maximizar os retornos esperados.<sup>442</sup>

Para os mercados de capitais serem eficientes, são necessários menos pressupostos do que para o caso de mercados de capitais perfeitos.<sup>443</sup> Um simples teste para se avaliar a eficiência de um mercado consiste em saber se os preços respondem rapidamente a todas as novas informações disponíveis no mercado para determinada empresa. Se isso ocorrer, o mercado será pelo menos relativamente eficiente. Se, ao contrário, a informação for disseminada vagarosamente, havendo uma demora para a análise e reação face ao seu conteúdo, ou se houver super ou subreação, o mercado tenderá a ser ineficiente.<sup>444</sup>

Para a avaliação da eficiência do mercado, os economistas formularam a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), a qual postula que, em mercados eficientes, o preço de um ativo deve refletir instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis. Segundo a hipótese de eficiência, não existe possibilidade de se obter lucros anormais em mercados eficientes. As seguintes características são necessárias para que o mercado seja considerado eficiente: os preços dos ativos devem responder rápida e acuradamente conforme novas informações relevantes sejam disseminadas, as mudanças com relação a retornos esperados devem se relacionar somente a alterações no nível de taxa de juros livre de risco, e no nível do prêmio sobre o risco associado ao ativo; deve ser impossível obter

<sup>442</sup> COPELAND, T.E., WESTON, J.F. *Financial theory and corporate policy*. 3. ed. Reading: Addison-Wesley, 1992, p. 331. Apud NAKAMURA, Wilson Toshiro, MENDONÇA Patrícia Carvalho Pessoa de, 4 *hipótese de eficiência de mercado: evidência da forma fraca na Bolsa de Valores de São Paulo*. Anais do VI SEMEAD, FEA-USP, 2003.

<sup>443</sup> NAKAMURA, Wilson Toshiro, MENDONÇA Patrícia Carvalho Pessoa de, id., *ibid.*, p. 3: "Em um mercado de capitais eficiente, os preços refletem instantaneamente e completamente toda a informação disponível relevante. Isso significa que, quando os ativos são negociados, os preços são sinais acurados para a alocação de capital. Por exemplo, não há a necessidade de se ter uma competição perfeita nos mercados de produtos, ou seja, se a empresa detém um monopólio, então o mercado de capitais eficiente determinará um preço de ativo que inteiramente reflita o valor presente dos fluxos de caixa futuros deste monopólio; também não há a necessidade de se ter informação a custo zero. Entretanto, um mercado de capitais eficiente implica em eficiência operacional assim como em eficiência de alocação. Os mercados de capitais são operacionalmente eficientes se os intermediários, que provêm o serviço de canalizar recursos dos poupadores para os produtores, façam essa tarefa a um custo mínimo que dê a eles um retorno justo para os serviços prestados."

retornos maiores do que se esperaria em função do risco; e não deve haver uma diferença significativa entre o desempenho médio de investimento entre investidores profissionais e investidores comuns.<sup>445</sup>

Eugene Fama define a eficiência do mercado da seguinte forma:

Um mercado eficiente é definido como um mercado onde há um grande número de agentes racionais maximizadores de lucros competindo ativamente e tentando prever o valor futuro de mercado dos títulos individuais e onde informações importantes estão disponíveis para todos os participantes a um custo próximo de zero. Em um mercado eficiente, a competição entre muitos participantes inteligentes conduz a uma situação onde, em qualquer momento no tempo, os preços reais dos ativos individuais já refletem os efeitos de informações, tanto com base em eventos que já tenham ocorrido no passado ou em eventos que o mercado espera que ocorram no futuro. Em outras palavras, em um mercado eficiente o preço de um ativo será uma boa estimativa do seu valor intrínseco em qualquer momento.<sup>446</sup>

A eficiência do mercado pode ser observada em três formas: fraca, semi-forte e forte. Na forma fraca, o preço reflete todas as informações passadas. Na eficiência semi-forte, é englobada a forma fraca (informações passadas) e as informações públicas disponíveis (por exemplo, demonstrativos financeiros). Por fim, na forma forte, o preço refletirá, além das formas fraca e semi-forte, informações privadas, ou seja, informações privilegiadas (*insider information*).<sup>447</sup>

Em estudo que busca avaliar a eficiência do mercado da bolsa de valores de São Paulo, Nakamura e Mendonça concluem que a hipótese de eficiência de mercado se comprova na forma fraca na Bolsa de Valores de São Paulo.<sup>448</sup>

Recentemente, Marcos Camargos e Francisco Barbosa realizaram uma revisão dos estudos sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro, chegando à conclusão de que a maioria dos estudos aponta a ineficiência dos mercados.<sup>449</sup>

<sup>444</sup> Id., *ibid.*

<sup>445</sup> HAUGEN, R.A. *Modern investment theory*. 5 ed. Nova Jersey: Prentice-Hall, 2001, p. 580. Apud NAKAMURA Wilson Toshio, MENDONÇA Patrícia Carvalho Pessoa de, *id.*, *ibid.*

<sup>446</sup> Apud RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMA, Rubens. *Eficiência de mercado: um estudo de evento - o impacto da nova lei das sociedades anônimas. Análise do comportamento das ações do Ibovespa no período de 02/01/2001 a 09/04/2001*. Anais do V SEMEAD, FEA- USP, jun. 2001, p. 2.

<sup>447</sup> Perante uma nova informação, os preços do mercado podem se ajustar de três formas. A reação pode ser imediata, com o preço se ajustando à nova informação, o que configura um mercado eficiente. Pode haver uma reação retardada, sendo necessário um período de tempo para que o preço se ajuste à nova informação. Pode haver reação excessiva do preço que se corrigirá no decorrer dos dias. Nos casos de reação retardada ou excessiva o mercado será ineficiente, pois proporcionará situações de arbitragem nas quais se pode auferir lucros. RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMA, Rubens, *id.*, *ibid.*, p. 3.

<sup>448</sup> NAKAMURA Wilson Toshio, MENDONÇA Patrícia Carvalho Pessoa de, *op. cit.*

Ribeiro Neto e Famá, por sua vez, realizaram estudo de evento da aprovação do Substitutivo da Lei nº 6.404/76, ocorrida no dia 28 de março de 2001, na Câmara dos Deputados, para verificar o impacto da proposta da nova lei sobre o preço das ações e testar a eficiência do mercado brasileiro em sua forma semi forte.<sup>450</sup>

Os autores apontam que a principal mudança que afeta diretamente o preço das ações é a concessão de *tag along* de 80% para os detentores de ações ordinárias.<sup>451</sup> Essa norma, ao fazer com que os benefícios privados do controle sejam minimizados, contribui para que haja uma maior convergência entre os preços das ações ordinárias dispersas no mercado com aquele das ações ordinárias do bloco controlador. Assim, espera-se que o preço de cotação das ações ordinárias subam na bolsa e tendam a se equiparar ao preço das ações preferenciais.<sup>452</sup>

Os resultados obtidos por Ribeiro Neto e Famá demonstram que houve valorização das ações ordinárias e desvalorização das preferenciais no período estudado (02/01/01 a 09/04/01).<sup>453</sup> As ações ordinárias tiveram valorização de 12,3% em média, ao passo que na média as ações preferenciais perderam 0,4% do seu valor. 77% da amostra ou 27 das companhias estudadas manifestaram algum tipo de valorização em sua ação ordinária e aproximadamente 51%, ou 18 das companhias, tiveram queda no valor de sua

<sup>449</sup> CAMARGOS, Marcos Antônio de, BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, nº 1, jan./mar. 2003. Segundo os autores, op. cit., p. 52, de uma amostra de 24 estudos realizados sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro, a maioria analisou a HEM em sua forma fraca (41,7%), com 10 pesquisas, das quais 7 a confirmaram e 3 a refutaram. As pesquisas sobre a forma de eficiência semi-forte contabilizam 8 (33,3%), das quais 2 a confirmaram e 6 a refutaram. Existem 3 estudos referentes a anomalias de mercado (12,5%), sendo que todos encontraram padrões de comportamento que poderiam ser utilizados em estratégias de negociação que proporcionassem ganhos anormais. Estudos sobre a eficiência de forma geral são 3 (12,5%), dos quais um concluiu pela eficiência do mercado brasileiro e 2 não. Assim, contabilizando as 24 pesquisas realizadas, 10 concluíram pela eficiência do mercado, enquanto 14 concluíram pela sua ineficiência. Entretanto, das 10 que concluíram pela eficiência, 7 foram pela forma de eficiência fraca, o que demonstra que o mercado de capitais brasileiro poderia ter a sua eficiência consideravelmente aprimorada por meio de regulação, conforme defenderemos no próximo tópico.

<sup>450</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit.

<sup>451</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit., p. 7.

<sup>452</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit., p. 8. Os autores explicam que: "Historicamente, devido a sua maior liquidez, as ações preferenciais sempre tiveram um preço maior que as ações ordinárias da mesma empresa. As ações ordinárias, geralmente em menor quantidade que as preferenciais, são menos negociadas e raramente saem da posse do acionista controlador. Com a aprovação da nova lei, supondo o mercado eficiente, espera-se que os preços das ações se equiparem, inclusive, com uma possível maior cotação da ação ordinária em relação à preferencial."

<sup>453</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit., p. 9: "Em 10 de janeiro de 2001, a diferença média entre o preço das ações preferenciais e ordinárias era de 16,5%. Contudo, essa diferença foi decaindo no decorrer do tempo: 13,3% em 28 de fevereiro; 9,1% em 27 de março, véspera do evento; 6,3% em 29 de março, um dia após a aprovação da lei e por fim, 3,8% no dia 09 de abril."



ação preferencial. Os dados demonstram que as ações ordinárias valorizaram cerca de 8 vezes mais que as preferenciais.<sup>454</sup>

A pesquisa demonstrou que houve um movimento *retardado* do mercado para incorporar a divulgação da aprovação do substitutivo da lei na Câmara, no preço da maioria das 35 companhias da amostra. Esse atraso demonstra que, apesar do mercado ter reagido às mudanças que poderiam advir com a nova legislação, a eficiência de mercado na sua forma semi-forte não é totalmente verdadeira.<sup>455</sup> Para os autores "(...) pode-se evidenciar que o mercado não pode ser considerado totalmente eficiente em sua forma semi-forte, em razão da mudança na lei, pois não está refletindo imediatamente as informações disponíveis. Sua movimentação possui uma tendência de ação retardada, que configura uma situação ineficiente, possibilitando ganhos que não condizem com a eficiência do mercado. Apenas em 5 casos (14,28 %) o mercado foi totalmente eficiente, como demonstram os gráficos destacados."<sup>456</sup>

Assim, os estudos empíricos revelam que o mercado da Bolsa de Valores de São Paulo não reflete rapidamente as informações públicas nos preços das ações, não sendo totalmente eficiente. Conforme a maioria dos estudos relatados revelaram, a eficiência do mercado é encontrada na forma fraca. Mas, quando se passa à análise da eficiência em forma semi-forte<sup>457</sup>, a qual é o parâmetro geralmente mais aceito para averiguação da eficiência de um mercado, ocorre uma certa lentidão do mercado para reagir às informações públicas atuais, tal como aconteceu no caso da aprovação do projeto de reforma da lei das S.A. em 2001. Este motivo nos leva a adotar a teoria de que é necessária regulação que discipline o *disclosure* para que sejam refletidas no preço as informações divulgadas pelas companhias. Caso contrário, a assimetria de informação só tenderia a crescer. Tal conclusão é também compartilhada por Camargos e Barbosa:

Considerando-se a importância dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico de um país na alocação de poupança a oportunidades produtivas e sua consequente sinalização para a formação dos preços, é relevante para a economia brasileira que o governo utilize suas instituições controladoras para fortalecer e melhorar os níveis de eficiência desse mercado, principalmente o informacional, com uma maior quantidade de informação se refletindo de forma instantânea nos preços, o que resultaria

<sup>454</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit., p. 9-10.

<sup>455</sup> Segundo os autores, op. cit., a ação retardada do mercado poderia ser justificada pelo fato de que o substitutivo da lei tinha sido aprovado apenas na Câmara dos Deputados, necessitando ainda ser aprovado pelo Senado Federal e pela Presidência da República, sendo que ele poderia sofrer novas alterações e impactar de outra maneira os preços das ações.

<sup>456</sup> RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens, *Eficiência de mercado...*, op. cit., p. 10.

<sup>457</sup> Até mesmo nos Estados Unidos estudos contestam a existência da eficiência em forma forte.

em estimativas mais precisas. Isso aumentaria a credibilidade de tal mercado perante públicos menos especializados em aplicações financeiras, ampliando assim o volume e a quantidade de suas negociações. Tal esforço exige um maior volume de informações, de transparência e de abertura nas negociações (*disclosure*), de forma a atrair novos investidores e pulverizar as negociações em uma base maior de participantes, desconcentrando-as.<sup>458</sup>

### 1.3. A questão da regulação no Brasil

Pode-se tecer algumas reflexões transplantando a exposição de Coase sobre o tratamento regulatório nos casos de externalidade para a questão da regulação dos valores mobiliários no Brasil. Para isso cabe conjecturar acerca dos custos de transação que existiriam entre acionistas minoritários e acionistas controladores numa negociação de valores mobiliários, inexistindo a regulação da Comissão de Valores Mobiliários. Os acionistas minoritários objetivariam receber o montante de informação suficiente para que pudessem avaliar os preços dos valores mobiliários.

Como se viu no capítulo anterior, o ambiente institucional societário brasileiro é caracterizado pela existência de altos benefícios privados de controle, sendo que, sob essa óptica, os acionistas controladores tendem a expoliar os acionistas minoritários, extraindo vantagens pecuniárias ou não pecuniárias da sociedade, o que implica em que esta não será gerida de forma eficiente, isto é, de modo a maximizar o valor total das ações.

Num ambiente com essas características, o acionista controlador teria incentivos para fornecer informação acurada sobre a gestão dos negócios da sociedade?

Provavelmente a resposta é não. Não revelando a informação, o acionista controlador poderá auferir mais benefícios privados do controle, pois o acionista minoritário praticamente não terá meios de fiscalizar a gestão administrativa. E mesmo se revelar a informação *ex ante*, o controlador terá incentivos para agir oportunisticamente, não cumprindo o contrato realizado com o acionista minoritário *ex post*.

A principal argumentação contrária à necessidade do aparato regulatório é a de que as forças do mercado por si só providenciarão mecanismos suficientes para a revelação

<sup>458</sup> Op. cit., p. 52-53.



de informações ao público investidor num nível social ótimo e, além disso, os custos do sistema regulatório de *disclosure* minariam quaisquer benefícios que dele pudesse advir.<sup>459</sup>

Os elevados custos de transação provavelmente impedem uma negociação entre acionistas majoritários e minoritários, de forma que o problema da assimetria informacional não será internalizado de maneira suficiente pelo próprio mercado de capitais, que não é totalmente eficiente, conforme as evidências já discutidas. Nesse ponto, se aplica a legislação que estipula a prestação de informações (*disclosure*) como forma de redução dos custos de transação devido à assimetria informacional, impondo a revelação de informações que possibilitem ao adquirente de valores mobiliários avaliar a situação da sociedade na qual investirá/investiu (ou não) seu capital. O sistema de divulgação de informações obrigatório no Brasil tende a aumentar o bem-estar social. A prestação de informações é benéfica para os investidores avaliarem os valores mobiliários no mercado, servindo também para alinhar os interesses dos controladores com os dos acionistas minoritários e induzir melhores práticas de governança corporativa na sociedade.<sup>460</sup> O *disclosure* periódico contribui para diminuir a possibilidade de espoliação dos acionistas minoritários pelos controladores, e, portanto, para diminuir os custos de agência.<sup>461</sup> A

<sup>459</sup> V. estudos de Stigler, op. cit. e Benston, op. cit. FOX, Merritt. Retaining mandatory securities disclosure..., op. cit., p. 1369 e ss., faz uma detalhada revisão dos principais estudos empíricos, discutindo as falhas metodológicas a eles atribuídas e, chegando à seguinte conclusão ao analisar os dados produzidos pelos estudos clássicos de Stigler e Benston: "[the] studies suggest that imposition of the current system of mandatory disclosure did increase price accuracy and the amount of meaningful information in the market. The empirical evidence that mandatory disclosure does in fact enhance price accuracy is very important (...) [because it] produce[s] several social benefits: reduced risk for less than fully diversified investors, improved choice of capital utilizing projects, and reduced agency costs of management." (p. 1379). O argumento dos autores contrários à regulação, como explicam FOX, Merritt B, MORCK, Randall, YEUNG, Bernard, DURNEV, Artyom, op. cit., p. 337-338 e 342, é elaborado em função da teoria de finanças e possui duas linhas de argumentação: 1) A primeira diz respeito àqueles que acreditam que preços de ações mais acurados não geram mais eficiência. Essa argumentação por sua vez, é embasada por duas explicações diversas: A) Há aqueles que argumentam que de acordo com a "Hipótese da Eficiência de Mercado", os preços praticados no mercado refletirão o "valor justo" (*fair value*) da ação, havendo muita ou pouca informação publicamente disponível. Eventuais aperfeiçoamentos no preço devido ao sistema de *disclosure* afetarão somente o risco específico de cada companhia. De acordo com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), mudanças no risco específico de cada companhia não produzem consequências no valor de mercado das suas ações, podendo ser amenizadas por diversificação de portfólios. Por isso os benefícios do *disclosure* não justificam o seu custo. B) De acordo com outra vertente, preços de ações mais acurados poderiam aumentar a eficiência econômica a partir da alocação de capital nos investimentos reais não é realizada por intermédio da oferta pública de ações. 2) A segunda argumentação defende que a prestação obrigatória de informações não aumenta a acurácia do preço da ação. Os defensores desse argumento acreditam que as informações já estão incorporadas nos preços das ações seja por meio de *disclosure* voluntário, *disclosure* seletivo para analistas de mercado, *insider trading* e pesquisa por investidores profissionais. O governo não teria incentivos necessários para requerer a prestação de informações consideradas adequadas.

<sup>460</sup> FOX, Merritt B. Required disclosure and corporate governance, op. cit., argumenta que o *disclosure* induz à melhoria da governança corporativa.

<sup>461</sup> Como disseram FOX, Merritt B, MORCK, Randall, YEUNG, Bernard, DURNEV, Artyom, op. cit., p. 340, o *disclosure* e o aumento na acurácia dos preços nas negociações do mercado secundário contribuem

prestação de informações incrementa a transparência na condução das atividades empresariais, além de contribuir para a obtenção de maior eficiência no mercado<sup>462</sup> e maior valorização das ações da companhia<sup>463</sup>, vindo a beneficiar a todos os acionistas.

Resta ressaltar, evidentemente, que o nível eficiente de prestação de informações (*disclosure*) no Brasil é diferente, por exemplo, do nível eficiente dos Estados Unidos, em razão das discrepâncias entre custos e benefícios marginais existentes em cada mercado. O mais importante consiste em saber *qual* informação deve ser revelada e a melhor maneira de requerer a sua revelação. A análise dessas questões, entretanto, deve ser conduzida por estudos de direito e economia específicos, pois suplanta o escopo do presente trabalho.<sup>464</sup>

Tendo em vista o exposto acima, o fortalecimento da CVM foi um bom avanço da reforma introduzida pela Lei nº 10.303/01, na medida que possibilitou que o órgão de regulação do mercado possa ter mais independência, inclusive financeira (novo art. 7º, inc. V da Lei nº 6.385/76), para se aparelhar e aperfeiçoar sua estrutura. Entretanto, como a análise detalhada da reforma realizada na Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 10.303/01 ultrapassa o escopo do nosso trabalho, passaremos a tratar agora somente da reforma realizada na Lei nº 6.404/76.

---

para a redução do custo de agência entre a administração e os acionistas, melhorando o modo como projetos sociais são conduzidos e a alocação de capital na sociedade.

<sup>462</sup> FOX, Merritt B, MORCK, Randall, YEUNG, Bernard, DURNEV, Artyom, op. cit.

<sup>463</sup> V. SILVA, Wesley Mendes da, ALVES, Luis Alberto de Lira. *The voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in companies across Latin America*. Universidad Navarra Barcelona, 13th International Symposium on Ethics, Business and Society, Jan. 2004. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=493805>>, encontrando evidências de que companhias que efetuam maior *disclosure* de informações na internet, possuem valor de mercado maior. CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Jan. 2003. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/PDF/seminario/2003/MIGRACAO.pdf>>, mostrou que o mercado avalia positivamente a adesão voluntária a práticas mais adequadas de governança corporativa, pois as 18 empresas analisadas que migraram para o Nível 1 de listagem da Bovespa tiveram aumento de negociação das suas ações, as quais se tornaram mais líquidas e negociadas com preço mais alto (retornos anormais positivos), gerando, portanto, impacto positivo sobre o valor de mercado das empresas.

<sup>464</sup> Urge apontar a carência de pesquisas sobre o assunto. V. 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, p. 85-115 para a análise da abrangência do *disclosure* na legislação brasileira. SOUZA, Paulo Roberto Esteves de Barros. *Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento*. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995, compara os sistemas americano e brasileiro de *disclosure*. Cabe esclarecer que, enquanto no Brasil procede-se ao registro da companhia, nos Estados Unidos procede-se ao registro de cada emissão pública de valor mobiliário realizada pela companhia. Os relatórios anuais das companhias abertas brasileiras raramente apresentam previsões de desempenho ou traçam quadros prospectivos de seus negócios, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos.