

ANDRÉ GRÜN SPUN PITTA

O REGIME DE
INFORMAÇÃO DAS
COMPANHIAS ABERTAS

IDSA
INSTITUTO DE DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO

QUARTIER LATIN

2.4. O REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES COMO PILAR REGULATÓRIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.4.1. EFETIVO MECANISMO DE PROTEÇÃO

Desde a consolidação do arcabouço normativo norte-americano, a regulação do mercado de valores mobiliários tem no regime de *disclosure* seu principal instrumento, sob a justificativa de que, uma vez garantida a adequada informação, os investidores estarão aptos a tomar uma decisão criteriosa e consciente a respeito de seus investimentos¹⁵³, ficando reduzida sua vulnerabilidade perante todos aqueles que, em situação de vantagem informacional, poderiam se beneficiar indevidamente.

Contudo, muitas das qualidades que tradicionalmente são atribuídas ao regime de divulgação obrigatória de informações no mercado de valores mobiliários são passíveis de substanciais questionamentos e são objeto de críticas variadas. Em contrapartida, diversas características desse regime, que muitas vezes foram inclusive reputadas como seus efeitos indiretos, demonstram cumprir funções de relevo na regulação do mercado de valores mobiliários.

Assim, qualquer juízo de valor sobre a adequação do regime de divulgação obrigatória de informações, enquanto instrumento regulatório e efetivo mecanismo de proteção dos investidores, apenas é possível após uma análise detalhada das efetivas funções exercidas por esse regime no mercado de valores mobiliários, o que será feito com maior detalhe mais adiante.

Porém, antes dessa referida análise, é necessário analisar os fundamentos do substrato teórico que servem como pano de fundo para o reconhecimento da importância do regime de *disclosure* ao longo dos últimos anos.

2.4.2. A HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES

Apesar de o reconhecimento da importância da informação para a adequada formação dos preços no mercado de valores mobiliários estar intrinsecamente relacionado ao próprio surgimento desse mercado, essa relação foi teorizada de modo sistemático apenas na segunda metade do século XX, com o advento da "hipótese dos mercados eficientes", que mesmo com todas as suas fragilidades (que serão exploradas no Capítulo 3), continua a respaldar, em grande parte, a estruturação do regime de *disclosure* no âmbito do mercado de valores mobiliários¹⁵⁴.

153 Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 16.

154 Nesse sentido, F. Comparato afirma, sobre a introdução do princípio do *disclosure* no âmbito do mercado de valores mobiliários: "O princípio econômico que se encontra na base dessa teoria é a

A hipótese dos mercados eficientes foi desenvolvida por E. Fama, ao final da década de 1960, fundamentada na perspectiva de que, uma vez reconhecido que a principal função do mercado de valores mobiliários é permitir a alocação eficiente do capital disponível na economia, para que esse objetivo fosse atendido o ideal seria que as companhias pudessem tomar suas decisões estratégicas e que os investidores pudessem escolher entre os valores mobiliários emitidos por essas companhias, sob a premissa de que seu preço reflete, inteiramente, todas as informações disponíveis¹⁵⁵. Um mercado que operasse nessas condições seria, então, considerado eficiente sob uma perspectiva informacional¹⁵⁶.

Dessa forma, a hipótese dos mercados eficientes representa uma teoria eminentemente descritiva sobre a relação existente entre a divulgação de informações consideradas sensíveis a respeito dos emissores e a correspondente alteração no preço de seus valores mobiliários¹⁵⁷, de modo que determinado mercado, sob essa perspectiva, seria considerado eficiente na medida em que as informações disponíveis relativas a determinado emissor estivessem sempre incorporadas aos preços de negociação dos valores mobiliários por ele emitidos, não existindo, assim, qualquer diferença entre o preço efetivo de determinado valor mobiliário e o preço esperado pelos investidores, com base em um conjunto específico de informações¹⁵⁸.

A eficiência do mercado de valores mobiliários, de acordo com a teoria propagada por E. Fama, pode ser verificada de três formas distintas, considerando-se o conjunto de informações disponíveis em cada cenário¹⁵⁹, tradicionalmente conhecidas como: (i) eficiência fraca; (ii) eficiência semiforte; e (iii) eficiência forte¹⁶⁰.

chamada 'hipótese do mercado de capitais eficiente'. Ela supõe, antes de mais nada, que o investimento em valores mobiliários é um processo racional e que, por conseguinte, a sua cotação reflete o nível de informação disponível no mercado. O investidor em títulos adota, pois, um modelo específico de comportamento em tudo e por tudo semelhante à hipótese geral do 'homo economicus' da escola liberal" (COMPARATO, Fábio Konder (1990). Op. cit. p. 334).

155 Cf. FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York: American Finance Association, v. 25, 1970, p. 383.

156 Trata-se, aqui, portanto, da noção de eficiência informacional.

157 Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 105.

158 Cf. RACHMAN, Nora. *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. 68.

159 Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 383.

160 Posteriormente, E. Fama realizou uma reavaliação da classificação proposta, sugerindo a alteração de sua nomenclatura para (i) testes para a previsibilidade de retornos (antiga eficiência fraca); (ii) estudos de eventos (antiga eficiência semiforte); e (iii) testes para informações privadas (antiga eficiência forte). No entanto, as premissas que norteiam cada uma das classificações se mantiveram as mesmas (Cf. FAMA, Eugene. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, New York: American Finance Association, v. 46, 1991).

A eficiência fraca existiria quando o preço dos valores mobiliários refletisse apenas as informações passadas sobre aquele emissor, insuficientes para prever o seu comportamento futuro. Consequentemente, os preços dos valores mobiliários seriam considerados independentes uns dos outros, sendo distribuídos de modo aleatório ao longo do tempo (o chamado "*random walk model*")¹⁶¹.

A eficiência semiforte, por sua vez, existiria quando o preço dos valores mobiliários refletisse todas as informações públicas disponíveis, de modo que todas as novas informações a respeito de determinado emissor seriam sucessivamente incorporadas aos referidos preços, tão logo elas se tornassem públicas, de modo extremamente rápido¹⁶². Essa instantaneidade na incorporação das informações aos preços seria o elemento que os torna absolutamente independentes uns dos outros, sendo, portanto, a explicação lógica para o fato de o preço de um valor mobiliário ser aleatório quando analisado historicamente, pois é impossível prever as informações que serão divulgadas no futuro com base apenas nas informações disponíveis no presente¹⁶³.

A eficiência forte, por sua vez, existiria quando o preço dos valores mobiliários refletisse todas as informações disponíveis acerca de seus emissores, independentemente de esta ser pública ou não, de modo que, em última instância, não seria possível afirmar que alguém poderia se beneficiar por ter acesso exclusivo a determinadas informações¹⁶⁴. O reconhecimento da eficiência forte do mercado levaria à conclusão de que regras destinadas a garantir a ampla divulgação de informações ou a vedação de negociação em mercado com base em informações privilegiadas seriam absolutamente dispensáveis¹⁶⁵.

Dentre os modelos apresentados por E. Fama, a eficiência semiforte é considerada aquela que mais bem reflete o funcionamento do mercado, principalmente no que diz respeito ao impacto causado pelas novas informações ao preço dos valores mobiliários negociados¹⁶⁶.

Conforme veremos mais adiante, a validade da hipótese dos mercados eficientes e a sua capacidade de explicar o funcionamento real do mercado de valores mobiliários têm sido objeto de severos questionamentos e críticas desde sua criação; entretanto, referida teoria ainda representa grande parte da base

161 Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 384-386.

162 Ibidem p. 404.

163 Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 106.

164 Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 409.

165 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. *Securities regulation: essentials*. Aspen: New York, 2008, p. 29.

166 Ibidem.

teórica na qual as políticas regulatórias de *disclosure* são elaboradas¹⁶⁷, reforçando a ideia de que a principal função desse regime seria garantir a tomada de decisão racional (enquanto devidamente informada) por parte dos investidores e a adequada formação dos preços dos valores mobiliários que dela decorreriam, à luz da hipótese dos mercados eficientes.

2.4.3. AS JUSTIFICATIVAS DA OBRIGATORIEDADE

Dada a reconhecida importância do regime de *disclosure* ao mercado de valores mobiliários – que, em última instância, favorecerá inclusive os próprios emissores, os quais, em um mercado mais desenvolvido, terão maiores oportunidades de captação de recursos – questiona-se quais motivos levam, então, à necessidade de se impor a obrigação de divulgação de informações por meio de regras específicas que definem, inclusive, o momento de sua divulgação, a extensão de seu conteúdo e os mecanismos coercitivos que garantam seu cumprimento¹⁶⁸.

Ao transpormos a noção de seleção adversa para o mercado de valores mobiliários, podemos assumir que, caso os emissores de valores mobiliários não possam se distinguir qualitativamente um dos outros, os investidores tenderão a impor um desconto efetivo no preço de todos os valores mobiliários, a título de antecipação da possibilidade de serem ludibriados por um emissor de baixa qualidade, diante da ausência de informações.

Assim, os emissores que possuem empreendimentos de maior qualidade terão seus valores mobiliários ofertados e, posteriormente, negociados a um valor menor do que seria, caso os investidores pudessem verificar suas reais qualidades, o que naturalmente diminuiria o montante de recursos a serem alocados para o financiamento de empreendimentos qualitativamente superiores quando da realização de ofertas públicas de sua distribuição.

Tendo em vista os benefícios que a divulgação de informações pode trazer aos emissores de valores mobiliários, principalmente pelo fato de naturalmente induzir os investidores a pagarem mais pelos valores mobiliários emitidos por aqueles comprometidos com bons empreendimentos (e também assumin-

167 Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 105. Sobre a profusão da hipótese dos mercados eficientes, J. Coffee e H. Sale afirmam: "Both the SEC and the Supreme Court have at times characterized the market for publicly traded securities as 'efficient.' In so doing, they are alluding to a fundamental concept known as the Efficient Capital Market Hypothesis (or 'ECMH')" (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 206-207).

168 Para uma análise detalhada sobre as justificativas da obrigatoriedade do regime de *disclosure*, ver EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Mandatory disclosure and the protection of investors *Virginia Law Review*, Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974.

do que o custo de divulgação de informações de modo voluntário para determinado emissor é o mesmo da divulgação obrigatória), seria lógico reconhecer que existe um incentivo natural à divulgação voluntária de informações em um nível satisfatório aos investidores¹⁶⁹.

Com base nessa análise, são recorrentes os questionamentos acerca da necessidade de intervenção regulatória, impondo aos emissores de valores mobiliários a obrigação de divulgar informações, e criando mecanismos (evidentemente custosos) aptos a fiscalizar o cumprimento dessas obrigações¹⁷⁰.

Porém, o reconhecimento de que existe uma efetiva falha de mercado no que diz respeito à prestação informacional em níveis satisfatórios no mercado de valores mobiliários, conforme já dito, tende a prevalecer.

As justificativas para a imposição regulatória do regime de *disclosure* são múltiplas, partindo do pressuposto de que os emissores de valores mobiliários não disponibilizariam voluntariamente um volume desejável de informações, mesmo diante de todos os incentivos naturais para que o fizessem, sob pena, inclusive, de terem seus valores mobiliários rejeitados pelos investidores, uma vez que os incentivos para a não divulgação, em diversos casos, superariam os benefícios dela decorrentes.

Inicialmente, considera-se que os conflitos de agência que ocorrem na esfera dos emissores de valores mobiliários exercem fortes desincentivos à divulgação voluntária de informações.

Os acionistas controladores e administradores dos emissores, via de regra, tenderiam a suprimir informações que pudessem ser consideradas negativas pelos investidores.

No caso dos administradores, por exemplo, essa retenção de informações poderia ser motivada pela manutenção ou pelo aumento de sua remuneração, que muitas vezes é variável e depende do preço dos valores mobiliários de emissão da companhia, operando um desincentivo à divulgação de informações que possam impactar adversamente na cotação dos mesmos¹⁷¹.

No caso dos acionistas controladores, em seu turno, o desincentivo a divulgar informações com impactos negativos poderia decorrer de seu desejo de alienar, no mercado secundário, parte dos valores mobiliários de sua titularidade por um valor mais elevado¹⁷². Adicionalmente, poderia haver o incentivo

169 Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 288.

170 Esses questionamentos serão analisados em maior profundidade no Capítulo 3.3.

171 Cf. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Op. cit. p. 278.

172 Ibidem.

de reter determinadas informações para facilitar a obtenção de benefícios individuais indevidos¹⁷³ decorrentes do exercício do poder de controle, principalmente por meio da celebração de operações com partes relacionadas.

Outra importante justificativa à necessidade de imposição regulatória da obrigação de divulgação de informações diz respeito aos efeitos perante terceiros (externalidades positivas) que potencialmente podem ser originados a partir da informação divulgada pelos emissores de valores mobiliários, decorrentes das já mencionadas características de bem público associadas à informação¹⁷⁴.

A informação eventualmente produzida por um emissor para seus investidores pode ser valiosa tanto para eventuais emissores concorrentes como para outros investidores em geral, e, levando-se em consideração que a informação é de uso não rival e não excludente, aquele que produz e divulga as informações não dispõe de mecanismos para evitar seu uso (ou cobrar por ele), por outros agentes que dela se beneficiam sem incorrer em qualquer custo associado à sua produção ou disseminação (*free-riders*) – fenômeno esse que, necessariamente, levaria à subprodução de informações voluntárias acerca dos valores mobiliários emitidos e negociados publicamente em mercado.

Nesse sentido, pode-se afirmar que a divulgação de informações pode gerar diversas externalidades positivas, que podem ser agrupadas de acordo com os terceiros que delas se beneficiam, incluindo (i) os concorrentes, clientes e fornecedores de um determinado emissor, que se beneficiam de informações particulares sobre este último, o que pode levar a alterações em suas políticas empresariais, ao desenvolvimento de novos produtos ou à exploração de novas atividades, reduzindo, assim, a vantagem competitiva do emissor em determinado setor econômico¹⁷⁵; e (ii) os investidores de modo geral, que podem

173 Nesse sentido, A. Ferrell identifica que a imposição de um regime obrigatório de *disclosure* possui o condão de reduzir a extração de benefícios privados por parte dos acionistas controladores, e, nesse sentido, afirma: "*Logic and empirical evidence suggest that controlling shareholders' ability to engage in this diversion of corporate resources can be adversely affected by the imposition of mandatory disclosure requirements*" (FERRELL, Allen. The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world. *The Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, New York: Brooklyn Law School, v. 82, 2007, p. 86). Sobre a extração de benefícios indevidos advindos do exercício do poder de controle, ver GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. *Columbia Law and Economics Working Paper*, nº 228, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 11 jan. 2011; DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. NBER Working Paper No. 877, Cambridge-MA, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 11 jan. 2011 e NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em: 17 jan. 2011.

174 Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Op. cit. p. 290-293.

175 Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Op. cit. p. 290-293. Os efeitos concorrenciais associados ao regime de *disclosure* serão discutidos no Capítulo 5.4.2.

utilizar as informações divulgadas por um determinado emissor em suas decisões de investimento, sem precisar manter qualquer vínculo com aquele que as divulgou¹⁷⁶.

A divulgação de uma determinada informação pode colocar o emissor que a divulga em desvantagem com relação a seus concorrentes, que podem, por sua vez, a partir do conhecimento dessa mesma informação, adotar estratégias ou explorar negócios que impliquem diminuição da vantagem competitiva do emissor¹⁷⁷. Da mesma forma, essa divulgação pode levar os fornecedores e clientes do emissor a concluírem que podem negociar com maior poder de barganha com o emissor, pressionando, por exemplo, os preços por ele praticados¹⁷⁸, o que também pode promover a redução de vantagens competitivas.

Assim, apesar de parecer lógico que o conjunto de emissores e investidores, enquanto grupo, a princípio, desejam e beneficiam-se da divulgação de informações, cada emissor, agindo individualmente, não faria isso voluntariamente em níveis qualitativos e quantitativos adequados¹⁷⁹, na medida em que terceiros aproveitariam dessas informações sem incorrer em custo algum, atuando como *free-riders*. Ou seja, os benefícios específicos de um emissor tendem a ser inferiores aos benefícios gerais associados à divulgação das informações.

De modo geral, os emissores poderiam não divulgar informações voluntariamente porque os custos (diretos e indiretos)¹⁸⁰ de divulgação poderiam, em alguns casos, exceder o valor que o impacto positivo da informação pode

176 Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 136. As externalidades causadas pela informação em benefício de investidores que se qualificariam como potenciais acionistas, por exemplo, de uma determinada companhia, foram identificadas pelo *Advisory Committee on Corporate Disclosure*, formado pela SEC no final da década de 70 para reavaliar a orientação geral do regime de divulgação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, e que, ao elaborar seu relatório de trabalho, constatou: "*Investors demand information in order to assess the risks and rewards (i.e., the array of potential future cash flows) associated with alternative portfolios of securities. In making consumption and investment decisions, the investor finds information about a security useful whether or not that particular security ultimately is one of the securities in the portfolio chosen by the investor. The process of selecting the "best" portfolio inherently involves a consideration of investment alternatives (i.e., alternative portfolios). Therefore information on securities in these alternative portfolios may be valuable at the decision making stage, even though after-the-fact some of those securities may not be included in the portfolio chosen. In this setting, current shareholders bear the costs of disclosure, yet prospective shareholders share in the benefits of disclosure (i.e., they are free riders). If the prospective shareholders neither participate in the decision to disclose nor share in bearing the costs, there will tend to be less disclosure than there would be under a collective agreement which included them*" (ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 627-628).

177 Cf. FOX, Merritt. Retaining mandatory securities disclosure: why investor choice is not investor empowerment, *Virginia Law Review*, Charlottesville: University of Virginia, v. 85, p. 1345, 1999.

178 *Ibidem*.

179 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 26.

180 Os problemas associados aos custos que decorrem obrigações informacionais impostas na esfera do mercado de valores mobiliários serão abordados em maior detalhe no Capítulo 3.

ter para o emissor, ou, em contrapartida, porque a informação poderia ter um impacto negativo, diminuindo o valor do emissor, mesmo que os investidores se beneficiassem desse conhecimento¹⁸¹.

Adicionalmente, na ausência de um regime obrigatório de divulgação de informações, existiriam inevitáveis ineficiências relativas ao processo de procura pela informação, que impactariam negativamente o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

É importante reconhecer, também, que os emissores de valores mobiliários, via de regra, estarão em condições de divulgar as informações necessárias a respeito deles a um custo mais baixo do que aquele que seria incorrido pelos demais participantes do mercado na tentativa de obter a mesma informação, sendo, portanto, nesse caso, o "cheapest cost avoider"¹⁸² o que justificaria a imposição, a esse, da obrigação de informar, diante da impossibilidade de efetiva negociação pela divulgação das informações, dadas as falhas de mercado acima mencionadas.

Caso a busca por informações ficasse a cargo de cada investidor, esses empenhariam seus esforços e recursos apenas para obterem as informações que lhes interessam individualmente de modo a assegurar seus ganhos individuais, mesmo que um maior investimento na busca pela informação beneficiasse o mercado de modo geral (considerando que esse benefício não poderia ser inteiramente capturado pelo produtor da informação), levando, portanto, a uma subprodução de parte das informações de interesse de mercado, como naturalmente ocorre com os bens públicos¹⁸³.

Por outro lado, na ausência do regime informacional obrigatório, vários interessados poderiam incorrer simultânea e individualmente em custos para obter uma mesma informação, levando à sua superprodução. Nesse cenário, ainda que se auferisse, individualmente, algum ganho a partir dessa informação, do ponto de vista do conjunto de investidores e do mercado como um todo, provavelmente não existiria ganho algum¹⁸⁴, uma vez que a multiplicação do custo de produção da informação poderia sobrepor os benefícios individuais advindos do acesso a mesma¹⁸⁵.

181 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 26.

182 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 24. Isso não significa reconhecer, obviamente, que a produção e a divulgação das informações não é custosa para o emissor de valores mobiliários, mas apenas que o custo incorrido pelos demais participantes na tentativa de obter a mesma informação seria maior.

183 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 24.

184 Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 24.

185 A esse respeito, W. Schön afirma: "Therefore we have to face the typical problem of underproduction of public goods which arises in the absence of governmental (or other collective) action that would take

Uma outra importante justificativa para a necessidade de um regime de *disclosure* obrigatório advém do valor que a padronização das informações representa ao mercado de valores mobiliários, no que diz respeito a seu conteúdo, forma e qualidade.

A definição, pelo regulador, de um padrão uniforme de prestação informacional, tanto com relação à extensão e ao conteúdo das obrigações informacionais quanto com relação à sua forma de apresentação, facilita seu uso e sua manipulação, principalmente por permitir a comparação entre diversos emissores distintos, o que obviamente aumenta a importância e o valor da informação para seus destinatários¹⁸⁶.

Caso a divulgação de informações não fosse imposta de modo padronizado, por meio de regras específicas determinando sua extensão e forma de apresentação, referida padronização seria praticamente impossível, implicando em aumento significativo dos custos a serem dispensados pelos investidores na interpretação e na comparação das informações divulgados por diversos emissores¹⁸⁷.

De modo geral, esses são os principais elementos justificadores do caráter compulsório do regime de prestação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários, que justificariam, assim, a atuação do Estado no sentido de exigir e determinar quais informações devem ser necessariamente prestadas pelos emissores de valores mobiliários, bem como a forma e o momento dessa apresentação¹⁸⁸.

care (with mandatory rules or collective bargains) of the production of the public good. On the other hand, overproduction of information can arise when many different investors try to gain knowledge about the corporate entity and its economic prospects at the same time, thus multiplying the involved cost, although in most cases only the winner of this race for information will be able to capture benefits from his investment. Mandatory disclosure is able to reduce these expensive information costs incurred by many participants at the same time" (SCHÖN, Wolfgang. *Corporate Disclosure in a Competitive Environment - The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure*. *Journal of Corporate Law Studies*. Oxford: Hart Publishing, v. 6, 2006, p. 284).

186 Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 291-292 e CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 24. No mesmo sentido, S. Bainbridge afirma: "Investors and managers only need learn how to deal with a single set of disclosure standards. Comparisons across companies are facilitated. The lawyers and accountants who assist firms to prepare disclosures will develop expertise that can be applied across many firms, lowering costs. Individual firms, however, may lack incentives to develop or comply with such standards disclosure system offers positive network externalities. Standardized modes of disclosure clearly facilitate investor analysis by creating economies of scale" (BAINBRIDGE, Stephen M. *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*. *University of Cincinnati Law Review*. Cincinnati: University of Cincinnati, v. 68, 2000, p. 1032).

187 Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 291-292.

188 Entretanto, recorrentemente apontam-se, ainda, determinados incentivos que favoreceriam a divulgação voluntária de pelos menos algumas espécies de informações, que serão abordados em maior detalhe no Capítulo 3.4.

2.5. AS FUNÇÕES DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.5.1. A TOMADA DE DECISÃO DO INVESTIDOR E A PROMOÇÃO DA EFICIÊNCIA INFORMACIONAL

Conforme já explorado, as mais aclamadas funções do regime de *disclosure* no mercado de valores mobiliários dizem respeito à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos valores mobiliários negociados, que devem ser apresentadas e analisadas conjuntamente, por estarem intimamente ligadas.

Com base principalmente em premissas derivadas da teoria da escolha racional e da hipótese dos mercados eficientes, assume-se que as informações divulgadas pelos emissores permitem que os investidores avaliem os fundamentos econômicos dos valores mobiliários ofertados e negociados publicamente.

Essa avaliação subsidia o processo de tomada de decisão dos investidores relativa à compra, à venda ou à manutenção de valores mobiliários (ou, ainda, alterações proporcionais na composição de sua carteira de investimentos), assim como com relação ao exercício de determinados direitos políticos e econômicos inerentes aos valores mobiliários por eles detidos¹⁸⁹.

Em adição, a tomada de decisão informada de investimento faz com que as informações disponibilizadas sejam impostas aos respectivos preços dos valores mobiliários, que passaria a refletir, então, as informações disponíveis a respeito deles e, conseqüentemente, a sua correta avaliação econômica¹⁹⁰, promovendo a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

No entanto, não obstante as políticas regulatórias de *disclosure* se orientem predominantemente sob a premissa de que o regime de divulgação de informações tem por função (se não única, pelo menos principal) subsidiar a toma-

189 Como, por exemplo, direito de voto, direito de preferência na subscrição de novos valores mobiliários, direito de retirada, direito de adquirir ou converter determinado valor mobiliário, ou ainda direitos que dependam da titularidade de uma participação societária específica, como, por exemplo, solicitação de voto múltiplo na eleição de membros do conselho de administração, eleição em separado de membros do conselho de administração, solicitação da instalação do conselho fiscal, eleição em separado membro do conselho fiscal, etc.

190 Nesse sentido, G. Herting et al. afirmam: "*Mandatory disclosure functions principally, though not exclusively, to inform shares prices*" (HERTING, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Op. cit. p. 280). Em adição, conforme asseverado por referidos autores, uma adequada precificação dos valores mobiliários negociados permite às companhias usarem os preços dos valores mobiliários disponibilizados em mercado como medidas de sua performance, para guiar decisões de investimento (como por exemplo a aquisição de outras companhias, viabilizando, portanto, o mercado de controle acionário), bem como decidir acerca da remuneração de seus administradores (HERTING, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Op. cit. p. 280).

da de decisão dos investidores e promover a adequada precificação dos valores mobiliários negociados¹⁹¹, não se pode afirmar que essas são as únicas funções a que se presta a informação no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, é essencial analisar quais as demais funções exercidas pelo regime de divulgação obrigatória de informações enquanto pilar regulatório desse mercado.

2.5.2. ADMINISTRAÇÃO DE CONFLITOS DE AGÊNCIA: MONITORAMENTO DOS ACIONISTAS CONTROLADORES E ADMINISTRADORES

Além da funcionalidade acima descrita, o regime informacional obrigatório exerce uma importante função relacionada ao monitoramento da conduta e ao controle das ações daqueles que estão a cargo da definição, da condução e da execução das atividades do emissor (e, portanto, serão responsáveis pela utilização dos recursos disponibilizados pelos investidores no mercado primário), influenciando no comportamento dos acionistas controladores e administradores e na redução de parte dos principais custos de agência na esfera do mercado de valores mobiliários¹⁹².

A influência que a obrigatoriedade da prestação informacional exerce na conduta corporativa foi um dos grandes balizadores da construção do regime

191 No caso norte-americano, essa orientação ficou evidenciada no âmbito do relatório elaborado pelo *Advisory Committee on Corporate Disclosure*, conforme trecho a seguir do referido documento: "The Commission's function in the corporate disclosure system is to assure the public availability in an efficient and reasonable manner on a timely basis of reliable, firm-oriented information material to informed investment and corporate suffrage decision-making. The Commission should not adopt disclosure requirements which have as their principal objective the regulation of corporate conduct" (ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 305). No Brasil, o mesmo ocorreu durante a discussão que precedeu a edição da ICVM 480, conforme pode ser depreendido a partir do edital que instruiu o processo de audiência pública da referida norma: "É dispensável discorrer neste edital sobre a premissa de que a disseminação dinâmica de informações precisas e verdadeiras a respeito dos emissores e de seus valores mobiliários é essencial para o funcionamento saudável do mercado ou sobre o fato de que a qualidade dessas informações se reflete em uma melhor avaliação dos valores mobiliários e, por consequência, em melhor precificação" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 9, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

192 Cf. MAHONEY, Paul G. *Mandatory Disclosures as a Solution to Agency Problems*. *University of Chicago Law Review*. Chicago: University of Chicago, v. 62, 1995, p. 1048. Nesse sentido, referido autor afirma: "Disclosure can help reduce the cost of monitoring promoters' and managers' use of corporate assets for self-interested purposes. The modern literature on the firm recognizes the ubiquity and importance of such agency problems; moreover, rules mandating particular disclosures are common in principal-agent contexts. It therefore seems reasonable to consider the reduction of agency costs as an efficiency justification for mandatory disclosure in securities markets" (MAHONEY, Paul G. Op. cit. p. 1048). É evidente que existem outros tipos de conflito de agência no âmbito do mercado de valores mobiliários, como, por exemplo, entre investidores e gestores profissionais de recursos. Esses conflitos, entretanto, não são objeto de análise no presente trabalho.

de *disclosure* no início do século XX, estando refletida no conteúdo das informações exigidas pelo *English Companies Act* de 1929, no Reino Unido, bem como pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934, nos Estados Unidos¹⁹³.

Não é por outro motivo que, no bojo do processo político desencadeado no período pós-crise de 1929, que culminou na edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, tornou-se célebre, na defesa do regime de *disclosure* obrigatório que naquele momento se implementava, a passagem de L. Brandeis, que, ao defender a necessidade de divulgação de informações sobre as comissões pagas por acionistas controladores e companhias às instituições intermediárias das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas à época, afirmou que a “[p]ublicidade é considerada um remédio para doenças sociais e empresariais. A luz do sol é considerada o melhor dos desinfetantes; a luz elétrica o mais eficiente policial”¹⁹⁴.

De modo geral, as relações de agência podem ser entendidas como aquelas nas quais determinado indivíduo ou grupo de indivíduos (principal) submete seus interesses à administração de um terceiro (agente), que deverá tomar as decisões acerca desses interesses de modo autônomo, porém, em benefício do principal¹⁹⁵.

Parece evidente que, nessa situação, não raro o agente poderá ter incentivos a administrar os interesses do principal em benefício próprio (causando, inclusive, prejuízos ao segundo), gerando conflitos na relação entre agentes e principal, que naturalmente se traduzem em custos para estes últimos¹⁹⁶.

193 A esse respeito, P. Mahoney afirma: “It is clear that part of the purpose of mandatory disclosure is to address some standard agency problems. In the United States, the Securities Exchange Act of 1934 (“Exchange Act”) requires that all publicly traded companies make periodic disclosures, including detailed information about management’s compensation and significant transactions between managers and the company. The evident purpose of such disclosures is to help the shareholders monitor management’s self-interested behavior. (...) But the most extensive mandatory disclosures are required at the time a company sells a new issue of securities to the public. The Securities Act of 1933 (“Securities Act”) requires that companies issuing securities to the public file with the SEC a detailed registration statement and provide extensive information in the prospectus provided to investors. The traditional explanation for these disclosures is that they provide the investor with all the ‘material facts’ necessary to judge the value of the offered securities. Lurking beneath the surface, however, is an agency problem to which many of the disclosures are directly relevant” (MAHONEY, Paul G. Op. cit. p. 1050).

194 Nesse sentido, referido autor afirmou: “Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman” (BRANDEIS, Louis. *Other People’s Money and How the Bankers Use It*. New York: Frederick A. Stokes, 1913, p. 91. Disponível em: <http://www.archive.org/stream/otherpeoplesmoneoobran/otherpeoplesmoneoobran_djvu.txt>. Acesso em: 11 abr. 2011.

195 Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKAMAN, Reinier. Op. cit. p. 35-36.

196 Essa situação leva, também, ao chamado *moral hazard* (ou “risco moral”), por configurar um cenário em que os responsáveis pela tomada de decisão econômica (no caso, os agentes), não estão direta e inteiramente sujeitos ao resultado econômico final de seus atos, que serão experimen-

Dessa forma, os custos de agência, conforme clássica definição de M. Jensen e W. Meckling, são constituídos pela soma dos custos (i) decorrentes da elaboração e estruturação da relação contratual entre o agente e o principal, de modo a limitar as possíveis divergências de interesses capazes de gerar incentivos ao desvio de conduta do agente, via de regra, por meio da criação de incentivos capazes de alinhar os interesses do agente e do principal; (ii) incorridos pelo principal no monitoramento das atividades do agente; (iii) incorridos pelo principal de modo a garantir que o agente não tome determinadas ações que podem prejudicar o principal, ou que, pelo menos, garanta a devida compensação do principal nessa hipótese; e (iv) relativos às perdas residuais sofridas pelo principal que não foram evitadas por meio dos mecanismos acima indicados¹⁹⁷.

Assim, parece evidente que o regime de *disclosure*, ao submeter uma grande quantidade de informações atinentes aos negócios dos emissores ao escrutínio de seus investidores e do mercado de modo geral, auxilia na dissuasão e/ou na identificação de eventual comportamento autointeressado dos administradores ou dos acionistas controladores¹⁹⁸, reduzindo, assim, os custos de monitoramento e as perdas potencialmente experimentadas por investidores em decorrência dos conflitos de agência¹⁹⁹.

tados, de modo geral, pelo conjunto de acionistas da companhia, incentivando, assim, condutas irresponsáveis e temerárias por parte dos administradores. A ideia de *moral hazard* advém das relações securitárias, nas quais o segurado possui incentivos a incorrer no risco objeto da relação securitária após transferi-lo para a seguradora, pois deixa de estar economicamente exposto aos seus efeitos de modo integral. A esse respeito, R. Cooter e T. Ulen afirmam: "*Moral hazard arises when the behavior of the insuree changes after the purchase of insurance so that probability of loss or the size of the loss increases*" (COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 5ª ed. Boston: Pearson Education, 2008, p. 53).

197 JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 83.

198 A esse respeito, M. Fox afirma: "*A third social benefit of issuer disclosure is a reduction in the extent to which managers of public corporations place their own interests above those of their shareholders. Here I am talking primarily not about disclosure at the time of an IPO, but about information provided thereafter. Greater ongoing, periodic disclosure increases the effectiveness of a number of devices that work to limit such behavior. Disclosure assists in the effective exercise of the shareholder franchise and in shareholder enforcement of management's fiduciary duties*" (FOX, Meritt (1999). Op. cit. p. 1363-1364).

199 Cf. MAHONEY, Paul G. Op. cit. p. 1051. Nesse sentido, referido autor afirma: "*Agency cost disclosure serves a typical private law function of providing, 'ex ante', a rule designed to facilitate a particular form of bilateral contractual relationship by economizing on transaction costs*" (MAHONEY, Paul G. Op. cit. p. 1089). A esse respeito, A. Ferrell aponta para a importância do regime de *disclosure*, em países onde prevalece a estrutura concentrada de controle das companhias abertas, com relação a prevenção à extração de benefícios indevidos pelos acionistas controladores, afirmando: "*A lax disclosure regime will likely have the effect of making it easier for controlling shareholders to divert corporate resources to their benefit: The more information there is available about a firm's operations, assets and ownership, the easier it is for shareholders and regulators to uncover when, how and to whom diversion is occurring. Detection of diversion through increased disclosure might have a number of unwanted consequences*

Além de subsidiar eventuais medidas defensivas de interesse, uma vez identificados desvios, o regime de *disclosure* exerce um importante efeito profilático, evitando que acionistas controladores e administradores tenham comportamentos indesejáveis ou sejam negligentes na condução dos negócios sociais às expensas dos investidores²⁰⁰, já que suas condutas não poderão ser facilmente omitidas, em decorrência das imposições feitas pelo regime de divulgação obrigatória de informações.

Adicionalmente, diante da obrigação de divulgar determinado conjunto de informações, os responsáveis pela condução dos negócios sociais terão de coletar e analisar determinados dados que potencialmente podem ser importantes ao desenvolvimento das atividades sociais e ao exercício de suas funções enquanto responsáveis pela condução dessas²⁰¹, que provavelmente seriam ignoradas caso o dever de informá-las não existisse²⁰².

Sob outra perspectiva, é possível afirmar, ainda, que diante da inexistência da obrigatoriedade de divulgar determinadas informações, os administradores e acionistas controladores poderiam canalizar seus esforços apenas para maximizar determinados indicadores de *performance* que seriam facilmente observáveis pelos investidores (mesmo que o aumento desses indicadores não

for the controlling shareholder. Detection might lead, of course, to legal action. Even in countries with poor legal protections for investors there is some legal response, at least sporadically, to expropriation of firm assets that is sufficiently egregious. Indeed, in extreme enough cases, public pressure might provoke action from regulators. In addition to any legal consequences, there might well be reputational costs for a controlling shareholder that has been publicly identified as particularly likely to engage in egregious conduct. Furthermore, recent empirical work suggests that a reputation for transparency and good governance can affect firm valuation" (FARRELL, Alan. Op. cit. p. 88-89).

200 Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 39.

201 Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 123. A esse respeito, L. L. Lowenstein afirma que o regime de *disclosure* aprimora a qualidade de gestão dos emissores de valores mobiliários, afirmando: "The financial disclosure system, while intended to permit investors and creditors to make rational decisions, and to make markets fair and efficient, in fact has the quite independent effect of forcing managers to confront disagreeable realities in detail and 'early on', even when those disclosures may have no immediate market consequences" (LOWENSTEIN, Louis. Financial transparency and corporate governance: you manage what you measure. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 96, 1996, p. 1342). Dessa forma, conforme afirma, T. Paredes, "the process of disclosure might bring the directors and officers to a level of self-awareness about how the company is being run that will result in steps to improve corporate performance" (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 41).

202 Nesse sentido, M. Fox afirma: "When managers have the legal obligation to disclose certain information, they may have to gather and analyze information they would otherwise ignore. The proposition that this consciousness raising will lead to an improvement in shareholder welfare rests on two assumptions. First, without required disclosure, management will not gather and analyze all of the information that could, in a cost-effective fashion, help it pursue its own objective function. Second, the managerial objective function is sufficiently congruent with the best interests of shareholders so that if management, because of required disclosure, determines how to better pursue its objective function, the actions it will take will also improve shareholder welfare. Both assumptions, though debatable, are plausible" (FOX, Meritt. Required disclosure and corporate governance. *Law and Contemporary Problems*. Durham: Duke University Law School, v. 62, pp. 123-124, 1999).

significasse o efetivo aumento de valor da companhia ou que ainda levasse à sua diminuição), impedindo, assim, que os investidores fossem capazes de efetivamente monitorar o sucesso da atividade dos seus agentes apenas com base nesse conjunto limitado de informações²⁰³.

Por fim, é evidente que o regime de divulgação obrigatória de informações reduz a quantidade de informações com relação às quais os administradores e acionistas controladores do emissor têm acesso exclusivo, diminuindo, assim, a possibilidade de utilização dessas informações de modo abusivo e em benefício próprio, não apenas em uma eventual negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas, mas também por meio da exploração de oportunidades que derivam do acesso a essas informações²⁰⁴.

2.5.3 A CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A confiança é elemento essencial ao desenvolvimento e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários²⁰⁵; e o regime de *disclosure* contribui para a manutenção e incremento dessa confiança por partes dos investidores²⁰⁶.

Aqueles que possuem excedentes de recursos e estariam dispostos a disponibilizá-los, na forma de investimento, aos que necessitam de financiamento para a execução de determinada atividade, apenas o farão se acreditarem plenamente que os retornos dependerão exclusivamente do sucesso do empreendimento no qual investiram, e também que os responsáveis pela sua consecução não o utilizarão em benefício próprio, o que depende, naturalmente, da confiança nas estruturas regulatórias do mercado de valores mobiliários²⁰⁷.

203 Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 133-134.

204 Ibidem.

205 Sobre a importância da confiança nas relações econômicas, K. Arrow afirmou: "Virtually every commercial transaction has within itself an element of trust, certainly any transaction conducted over a period of time. It can be plausibly argued that much of the economic backwardness in the world can be explained by the lack of mutual confidence (...)" (ARROW, Kenneth. *Gifts and exchanges Philosophy & Public Affairs*, Princeton: Princeton University Press, v. 1, p. 357, 1972).

206 Cf. KRIPKE, Homer. *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in search of a purpose*. New York: Law & Business, Inc., 1979, p. 28.

207 Nesse sentido, acerca da importância do regime de *disclosure* no incremento da confiança no âmbito do mercado de valores mobiliários e seus efeitos benéficos, J. Seligman afirma: "The assumption that investors will be more willing to purchase securities when compulsory disclosure of material information reduces the incidence of fraud, increases the reliability of estimates of firm value, or reduces the volatility of securities price swings is an articulation of the familiar financial theory of risk aversion. Other things being equal, investors assumedly will choose investments with the least risk. To persuade investors to select investments with greater risk, investment sellers must offer a higher expected rate of return. In this sense, increasing investor confidence in the securities markets may have several important economic consequences. By reducing the perceived risk of corporate securities, compulsory disclosure would tend to reduce the risk premia that issuers selling new securities would have to pay, thus increasing

Sob uma perspectiva puramente econômica, o agente racional, maximizador de sua utilidade, possui elementos suficientes para acreditar que os demais agentes que atuam no mercado de valores mobiliários, inclusive aqueles responsáveis pela condução das atividades dos emissores, atuarão sempre de modo a também maximizar sua utilidade (ou seja, de modo autointeressado)²⁰⁸. Assim, seria natural assumir que os acionistas controladores e administradores tendem a expropriar, de alguma forma, os recursos disponibilizados como investimento, salvo se restar evidenciado que existem restrições regulatórias suficientes para desencorajá-los de agir dessa maneira, ou uma compensação suficiente para fazê-los atuar em benefício dos investidores²⁰⁹.

Consequentemente, os investidores se recusariam a investir no mercado de valores mobiliários, caso acreditassem que não existem mecanismos suficientes para evitar o desvio de conduta dos responsáveis pelas atividades dos emissores, ou, pelo menos, estariam dispostos a pagar menos pelos valores mobiliários de sua emissão, de acordo com a possibilidade de serem prejudicados por desvios de condutas.

Entretanto, sempre que ocorrem casos de fraude e desvio de conduta no âmbito do mercado de valores mobiliários, a reação dos investidores não se limita à constatação de que esses sabiam, *ex-ante*, que estavam sujeitos a esse tipo de comportamento desde o início, tendo inclusive feito os descontos aplicáveis quando investiram em primeiro lugar²¹⁰. Em contrário, os mesmos investidores costumam sentir-se incrédulos e desiludidos diante de uma perda resultante de atuação fraudulenta²¹¹.

Significa dizer que, de algum modo, os investidores do mercado de valores mobiliários disponibilizam seus recursos, também, por confiarem e acredita-

the funds available for economic growth. Reduction of investors' concerns that securities fraud waves periodically may drive down securities price levels will tend to increase propensities to save. And reduction in the volatility of market price swings (caused by investor ignorance of material data) will tend to increase allocative efficiency" (Cf. SETTMAN, Joel. Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City: University of Iowa, v. 9, 1983, p. 52-53).

208 Cf. STOUT, Lynn A. *The investor confidence game*, 2002. p. 6, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=322301>>. Acesso em: 19 mai. 2011.

209 *Ibidem*. A esse respeito, L. Stout afirma: "This means that a rational expectation investor will only be willing to plunk down her hard-earned dollars to buy stocks, bonds, or mutual fund shares if she is presented with evidence sufficient to persuade her that corporate insiders and securities professionals face externals constrains adequate to discourage them from stealing and shirking, and external rewards sufficient to "incentivize" them to run their firms and their clients portfolios well and profitably. (...) Rational expectations investors do not invest on faith. They take nothing for granted. Rather, they must be provided with evidence that they are adequately protected before they will part with their money. Absent such evidence, they prefer to bury their savings in a coffee can in the backyard" (STOUT, Lynn A. Op. cit. p. 6-7).

210 Cf. STOUT, Lynn. Op. cit. p. 12-13.

211 *Ibidem*.

rem que serão adequadamente utilizados, com base no comportamento passado dos emissores, nos compromissos por eles assumidos, e no sistema regulatório existente para prevenir e punir eventuais desvios de conduta²¹². É sempre que essa expectativa é frustrada, crises de confiança acometem o mercado de valores mobiliários, trazendo impactos negativos a seu desenvolvimento.

Sob essa perspectiva, é evidente que o regime de *disclosure* contribui fortemente para o surgimento e a manutenção da confiança no mercado de valores mobiliários. 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. Esse cenário contribui com o aumento da confiança dos investidores no mercado, fazendo com que estes acreditem e confiem que sempre terão acesso às informações necessárias para tomarem suas decisões e/ou monitorarem a conduta dos administradores e acionistas controladores dos emissores nos quais investem, mesmo que, na prática, não utilizem essas informações.

Essa percepção de que o regime informacional obrigatório proporciona proteção adequada e que assegura a integridade do mercado de valores mobiliários extrapola a própria capacidade dos investidores de utilizarem as informações divulgadas, ou até mesmo, em certa medida, a importância de tal conteúdo. Explica-se: o reconhecimento de que os emissores de valores mobiliários estarão obrigados a divulgar um amplo conjunto de informações sobre os mais variados aspectos de suas atividades confere certo grau de conforto e confiança aos investidores, independentemente do uso que efetivamente fazem desta informação, ou até mesmo de seu conteúdo, ou seja, do que efetivamente está sendo divulgado²¹³.

212 Sobre a importância da regulação na manutenção e incremento da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, T. Frankel afirma: "*Regulation offers issuers and institutions government support in their efforts to gain investors' trust in the financial markets. Just as it is difficult to validate the trustworthiness of these institutions, it is also very costly for the institutions to convince investors of their trustworthiness. Regulation reduces institutions' costs. Regulation also helps to restrain the 'bad apples' that may ruin confidence in the industry; a few untrustworthy member may spoil the reputation for trustworthiness for all industry members. Regulation provides the industry with the stamp of 'good housekeeping'. It implies that the government guards investors' interests, and reduces the very high costs that investors would otherwise bear in monitoring the issuers and the institutions*" (FRANKEL, Tamar. Regulation and investors' trust in the securities markets. Working Paper, Working Paper Series Public Law & Legal Theory, n.º 2-14, p. 3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=333340>>. Acesso em: 11 dez. 2012).

213 Nesse sentido, T. Paredes afirma: "*Investors' belief that they have access to enough information to make informed investment decisions is certainly an important part of investor confidence. In fact, as discussed earlier, some studies show that at some point, investors can become overconfident with more information. But there is another aspect to investor confidence. That is, the general sense (or trust) investors have - or at least had - that the regulatory system provides adequate investor protection and ensures capital market*

Essa situação pode ser ilustrada a partir do que ocorreu no mercado de valores mobiliários norte-americano, no início dos anos 2000, quando uma série de escândalos corporativos fez com que os investidores perdessem a confiança nas estruturas do mercado de valores mobiliários. A necessidade de restaurar-se essa confiança motivou uma resposta regulatória e legislativa no sentido de aumentar a rigidez das regras aplicáveis aos emissores e intermediários do mercado de valores mobiliários. Dentre essas regras, destacou-se a *Sarbanes-Oxley Act*, criadora de uma série de requisitos de controle interno obrigatórios às companhias abertas, pretensamente capazes de mitigar o risco de ocorrência de fraudes corporativas, aumentando a transparência com relação à gestão das referidas companhias.

Não obstante os mecanismos trazidos pela *Sarbanes-Oxley Act* tenham sido objeto de diversas críticas, no tocante à sua efetividade com relação à prevenção de fraudes e ao aumento da transparência corporativa²¹⁴, o maior impacto de sua introdução foi o restabelecimento da confiança dos investidores, em decorrência da sensação de que a norma sujeitaria as companhias abertas norte-americanas a um regime de maior controle e transparência²¹⁵.

No bojo da crise financeira que acometeu o mercado financeiro norte-americano em 2008, novamente o Estado lançou mão do recrudescimento regulatório na tentativa de moralizar o mercado e de restaurar a confiança dos investidores, por meio do *Dodd-Frank Act*, cujos efeitos práticos apenas poderão ser analisados no futuro.

Assim, é importante reconhecer que uma das funções do regime de *disclosure* é auxiliar na criação e manutenção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, por meio da sinalização de que, ao optarem por captar recursos no mercado, os emissores estarão sujeitos à obrigação de tornar pública uma gama variada de informações a seu respeito.

Há de se reconhecer, ainda, que o impacto da informação no exercício dessa função independe, em certa medida, da utilidade de seu conteúdo para a tomada de decisão dos investidores, para a precificação dos valores mobiliários negociados e para a administração dos conflitos de agência, estando asso-

integrity, above and beyond investors' ability to make informed decisions. (...) In short, a stringent regulatory regime shows the investing public, as well as market professionals, that there is a cop on the beat and gives them comfort that companies are not withholding key information" (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 43).

214 A esse respeito, ver ROMANO, Roberta. *Corporate governance the sarbanes-oxley act and the making of quack*, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=596101>>. Acesso em: 10 fev. 2012.

215 Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 44.

ciados em maior grau à rigidez do regime de *disclosure* do que especificamente às informações que são efetivamente divulgadas²¹⁶.

2.5.4. A ADMINISTRAÇÃO DA SELEÇÃO ADVERSA DE EMISSORES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme preconizado por G. Akerlof, a presença de assimetria informacional em determinado mercado levará ao problema da seleção adversa, que, no limite, pode inviabilizar a existência do próprio mercado.

Em um cenário de ausência de informações adequadas sobre os emissores de valores mobiliários ou mesmo de falta de confiança naquilo que é divulgado (que normalmente sucede as crises de escândalos corporativos), os investidores tendem a aplicar descontos relativamente uniformes nos preços de todos os valores mobiliários negociados, em face da dificuldade de obterem comprometimentos críveis sobre suas reais qualidades e características, causando, assim, uma seleção adversa dos emissores cujos empreendimentos constituem uma boa oportunidade de investimento.

Nesse sentido, o regime de *disclosure* constitui um bom elemento de sinalização acerca da qualidade dos emissores.

No mercado de valores mobiliários, sempre existirá diferença qualitativa entre os ativos negociados, de modo que a grande tarefa dos emissores será sinalizar²¹⁷ aos investidores que seu empreendimento está em um patamar qua-

216 É de se notar, em contrapartida, que o excesso de confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários, independentemente do efetivo conteúdo de suas regras, pode ter um efeito prejudicial, ao favorecer a displicência e a falta de diligência no monitoramento dos responsáveis pela condução das atividades dos emissores. Existem grandes indícios, inclusive, de que a onda de escândalos corporativos que acometeu o mercado de valores mobiliários norte-americano no início dos anos 2000, abalando sobremaneira a confiança dos investidores nas suas estruturas, teve origem, em parte, no excesso de confiança depositada pelos investidores nas mesmas estruturas. A esse respeito, T. Paredes afirma: "(...) there is a risk that trust and confidence will turn into complacency. There is reason to suspect that this is exactly what happened during the bull market of the 1990's, setting the stage for the corporate scandals that came to light in 2001 and 2002. Take Enron. There were a number of signs in Enron's SEC filings warning of corporate misconduct, but, with very few exceptions, nobody, including the expert filters, asked the tough questions one might have hoped for. For a disclosure-based regulatory regime to work, people need to be diligent and vigilant and have a healthy skepticism of what they are being told. The Cold War motto, "trust, but verify," comes to mind. The risk of complacency heightens if investors assume that the regulatory regime provides enough protection so that they do not need to watch out for themselves" (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 44).

217 A ideia de sinalização é explicada por E. Posner da seguinte forma: "Signals are costly actions that are recognized as such by those who observe them, and they have the function of disclosing information about the person who sends the signal. An action is not a signal if the actor intrinsically enjoys the action (like eating ice cream) or obtains some benefit from it (like selling goods) independent of the information benefit. When a good type sends a signal to potential cooperative partners, he is, in effect, saying: I can afford to send this signal only because I expect to receive a high discounted payoff from cooperating with you, but I can receive a high discounted payoff only if I have a low discount rate; therefore, you should match up with me and expect me to cooperate every round (unless you cheat me). If the signal is properly

litativo acima dos demais²¹⁸. No entanto, essa sinalização apenas funcionará quando representar um efetivo compromisso daquele que a faz, devendo ser suficientemente forte de modo a impedir que qualquer emissor possa simplesmente copiá-la na intenção de atrair investimentos²¹⁹.

Dessa forma, o regime de divulgação de informações constitui uma boa sinalização sobre a qualidade do emissor, uma vez que o custo de copiá-lo é relativamente alto, e considerando a rigidez de seus requisitos, nem todos os potenciais emissores estarão dispostos a realizar o compromisso de atender a essa exigência (que constitui um requisito de acesso ao mercado de valores mobiliários), de modo que os emissores que atendem às obrigações decorrentes do regime informacional obrigatório conseguem, em certa medida, sinalizar aos potenciais investidores a sua qualidade²²⁰.

Para que o regime de divulgação de informações seja efetivo no combate à seleção adversa, é importante que as obrigações dele decorrentes sejam extensivas o suficiente para impedir seu cumprimento por emissores não comprometidos com a qualidade dos empreendimentos por eles desenvolvidos, bem como que o risco de responsabilização no caso de descumprimento seja efetivamente alto²²¹.

Caso o sistema de divulgação de informações seja pouco rígido, sua exequibilidade seja pouco efetiva ou as sanções aplicadas por seu descumprimento sejam pouco severas, os sinais enviados aos investidores pelos emissores que optam por se submeterem a esse regime (ao acessarem o mercado de valores mobiliários) serão menos importantes na distinção qualitativa entre os emissores, na medida em que seria possível aos emissores comprometidos com empreendimentos de baixa qualidade cumprir com os requisitos de divulgação de informações²²². Em decorrência desse raciocínio, é possível vislumbrar que os emissores qualitativamente superiores deveriam sempre preferir um regime informacional rígido, pois caso os investidores não consigam diferenciá-los, não pagarão por seus valores mobiliários um preço justo, resultando, assim, em uma seleção adversa de emissores²²³.

chosen, a bad type will not be able to mimic the good type, and in the resulting equilibrium (known as a "separating equilibrium"), only good types send the signal, and only good types match up with other good types" (POSNER, Eric. The case of tax compliance. Virginia Law Review, Charlottesville: University of Virginia, v. 86, p. 1787-1788, 2000).

218 Cf. PARADES, Troy. Op. cit. p. 45.

219 Ibidem.

220 Ibidem p. 46.

221 Ibidem.

222 Ibidem.

223 Nesse sentido, T. Paredes afirma: "Because a commitment is only an effective signal if it is costly for "bad" companies to make, scaling back the mandatory disclosure system could undermine its signaling

Sob essa perspectiva, a função que a informação exerce com relação à administração da seleção adversa no mercado de valores mobiliários também independe, em certa medida, do conteúdo das informações divulgadas, bem como de sua utilização pelos investidores. Para essa finalidade, importa que a observância da obrigação de informar constitua efetiva sinalização aos investidores com relação ao comprometimento dos emissores.

2.5.5. A FISCALIZAÇÃO E ORIENTAÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES E AUTORREGULADORES

Os investidores não são os únicos destinatários das informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários.

Parte daquilo que é exigido pelo regime de *disclosure* é de grande valor para os órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários, sendo essencial ao bom exercício de suas atividades de modo geral.

É evidente que a atividade fiscalizadora e sancionadora exercida pelos órgãos responsáveis pela regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários é em grande parte viabilizada pelo regime de divulgação de informação a que estão sujeitos os emissores. É com base nessas informações que é feita a supervisão acerca do cumprimento de todo o regramento aplicável àqueles que ofertam ou têm os valores mobiliários de sua emissão negociados publicamente.

Não obstante o poder regulatório ou autorregulatório possa permitir o acesso a informações que não necessariamente compõem o conjunto daquelas que devem ser obrigatoriamente divulgadas ao mercado, é evidente que esse grupo de informações, em grande parte dos casos, irá satisfazer as necessidades dos órgãos reguladores, no tocante ao exercício de suas funções fiscalizadora e sancionadora, ou, pelo menos, será um valioso ponto de partida para tal objetivo.

Assim, o regime de divulgação de informações é um importante redutor dos custos da atividade regulatória²²⁴. Caso as informações essenciais a seu exercício não fossem obrigatoriamente divulgadas pelos emissores de valores

function and its usefulness in solving the lemons problem in capital markets. If the disclosure obligations were less demanding, or even if enforcement were more lax or the sanctions for noncompliance were less severe, the signals sent by the companies who opt in to the regime might be less meaningful to investors, because it would be easier for "bad" companies to mimic the behavior of "good" companies by credibly committing to comply with the federal securities laws. For this reason, one might expect "good" companies to prefer a stringent disclosure regime. If investors cannot distinguish "good" companies from "bad" companies, they are likely to protect themselves by demanding a discount for all securities or simply withdrawing from the market" (PARADES, Troy. Op. cit. p. 47).

224 Custos esses que são, em parte, transferidos diretamente aos emissores e, indiretamente, aos próprios investidores.

mobiliários, o custo da obtenção dessa informação recairia exclusivamente sobre os responsáveis por essa atividade.

Conclui-se, então, que a existência e a amplitude da obrigação de prestação informacional estão intimamente relacionadas com a eficiência do exercício das atividades fiscalizadora e sancionadora no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, as informações compulsoriamente prestadas pelos emissores auxiliam na orientação, na formulação e na execução das políticas regulatórias na esfera do mercado de valores mobiliários²²⁵, direcionando, em certa medida, a função normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores, o que também favorece o incremento da eficiência dessa atividade²²⁶.

É importante notar que algumas das informações consideradas relevantes para o exercício da atividade regulatória podem, eventualmente, não coincidir com aquelas reputadas importantes às demais funções do regime informacional, sobretudo à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos valores mobiliários ou ao monitoramento dos administradores e acionistas controladores. Nesses casos, é evidente que o regulador deverá sopesar a falta de utilidade da informação para os demais participantes do mercado quando decidir por incluí-las ou não no regime de *disclosure*.

2.5.6. A VIABILIZAÇÃO DO SISTEMA DE RESPONSABILIDADE DOS EMISSORES, CONTROLADORES, ADMINISTRADORES E DAS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DE OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Por fim, é de se ressaltar a função exercida pelo regime de *disclosure* no tocante ao regime de responsabilidade aplicável aos emissores de valores mobiliários e aos intermediários que atuam nas ofertas públicas de distribuição.

A definição do conjunto de informações a serem obrigatoriamente prestadas pelos emissores de valores mobiliários no momento da obtenção de seu registro perante o regulador, periodicamente após a concessão desse e no momento em que realizam uma oferta pública de distribuição, contribuirá para a

225 Cf. RACHMAN, Nora. Op. cit. p. 82.

226 A esse respeito, L. Catarino afirma que "[a] informação que o regulador detém aumenta a sua expertise, mas também o seu controlo sobre a sociedade civil, dando-lhe uma "agenda" própria e possibilidade de interferência em esferas não públicas na condução ('steering') ou direcção ('rowing') do sector onde exerce sua 'governance'" (CATARINO, Luis Guilherme. Informação: utopia, realidade e intervenção pública. In: ALMEIDA, Carlos Ferreira de; CÂMARA, Paulo, et al. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, v. X, 2011, p. 87).

amplitude do regime de responsabilidade ao qual o emissor, seus administradores, controladores, eventuais outros acionistas ofertantes e as instituições intermediárias (os dois últimos, especificamente quando da realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários) estarão sujeitos.

É justamente a existência do regime de *disclosure* que viabiliza a efetividade desse regime de responsabilidade, determinando, de um lado, quais as informações cuja omissão, insuficiência ou imprecisão ensejarão em responsabilidade do emissor ou, eventualmente, do intermediário da oferta pública; e, por outro lado, circunscrevendo a obrigação do emissor a um conjunto limitado de informações, que, uma vez prestadas adequadamente, desoneram-no de qualquer responsabilidade relativa ao valor mobiliário de sua emissão, transferindo totalmente os riscos relacionadas a eles aos investidores²²⁷.

Dessa forma, é possível afirmar que o regime de divulgação de informações tem também por função viabilizar o regime de responsabilidade aplicável aos participantes do mercado de valores mobiliários acima indicados, além de constituir um elemento de proteção também a estes últimos, estabelecendo limites objetivos à sua responsabilização²²⁸.

2.6. OS ELEMENTOS JUSTIFICADORES DO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES

Com base no acima exposto, é de se reconhecer que o regime de *disclosure* se presta a múltiplas funções distintas, que, conjuntamente, constituem os efe-

227 Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de Direito Societário e Empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 230.

228 Nesse sentido, T. Paredes afirma: "anecdotally, lawyers have suggested to me that companies often disclose 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. Op. cit. p. 12). Por outro lado, conforme afirma E. KITCH, a rigidez do regime de responsabilização no âmbito do mercado de valores mobiliários poderá levar a uma redução da quantidade de informações produzidas, como efeito da "super-intimidação" causada pelas regras de responsabilidade (Cf. KITCH, Edmund. *The Theory and Practice of Securities Disclosure*. Brooklyn Law Review, New York: Brooklyn Law School, v. 61, 1996, p. 772). A esse respeito, referido autor afirma: "The securities laws impose a risk of liability on anyone who makes a statement relevant to the market price of a security. Disappointed security holders who buy or sell after the statement may sue on the grounds that the statement was misleading or incomplete, thereby causing their loss. One way for issuers to respond to this risk is to reduce the number of statements they make, and the definiteness of those they do make. Issuers are likely to respond in this way as their ability to predict whether any given statement will lead to litigation or liability decreases. Their difficulty in prediction may result from their own inability to determine whether the statement is misleading or incomplete, their inability to predict when litigation will occur, or their inability to predict the outcome of litigation when it does occur. Saying less means litigating less and being held liable less often. Liability is a cost of the activity of making statements, and will reduce the level of that activity. The impact of the risk of liability on the cost of the production of information is an example of the problem of over-deterrence by the legal system. Liability rules can affect the overall level of an activity in this case the production of information in ways that are socially harmful" (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 840-841).